

УДК65.01(075.8)

ББК65.290я73

В15

Валдайцев С.В.

В15 Оценка бизнеса: учеб. – 2-е изд., перераб. и доп – М.: ТК Велби, Издательство Проспект, 2004. – 360 с.

ISBN 5-98032-640-5

В учебнике определены предмет и цели оценки бизнеса, рассмотрены различные подходы к методологии его оценки, особенно актуальные в условиях развития рыночной экономики. Широко использованы исследования специалистов в данной области. Приведены практические задания и вопросы для проверки освоения материала.

Для экономистов и преподавателей экономических дисциплин, аспирантов, студентов экономических специальностей, всех интересующихся проблемами развития экономики

УДК 65.01(075.8)

ББК 65.290я73

Учебное издание

Валдайцев Сергей Васильевич

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Учебник

Подписано в печать 10.09.04. Формат 70х100 V₁₆-Печать офсетная. Печ. л. 23.

Тираж 3000 экз. Заказ № 441.

< И печатано на бумаге «АВЕСТА» производства АО «Соликамскбумпром», гашлик ЗАО «Веста-М Трейдинг», тел./факс: (095) 923-51-18, 924-10-59.

ООО «ТК Велби» 107120, г. Москва, Хлебников пер., л. 7, стр. 2.

Штано в полном соответствии с качеством предоставленных диапозитивов
в ОАО «Тверской ордена Трудового Красного Знамени
полиграфкомбинат детской литературы им. 50-летия СССР».

170040, г. Тверь, проспект 50-летия Октября, 46.

Глава 1

Оценка бизнеса: предмет, цели, практические ситуации, стандарты

§ 1. Предмет оценки

Оценка бизнеса является функцией (деятельностью), которую в разных ситуациях часто приходится осуществлять в рыночной экономике. Ею необходимо заниматься и при оценке подлежащего продаже предприятия-банкрота, и при определении того, на какую сумму нормально работающее открытое акционерное общество имеет право выпустить новые акции (на сумму, превышающую балансовую стоимость собственного капитала предприятия), и при исчислении цены, по которой (открытое либо закрытое) акционерное общество должно выкупать акции выходящих из него акционеров (в том числе учредителей). Это может относиться так же к обществам и к товариществам с ограниченной ответственностью, если соответствующее предусмотрено их уставом.

Причем не важно, о какой стране с рыночной экономикой идет речь. Сказанное универсально и касается, в соответствии с действующим законодательством (в частности, с Законом об акционерных обществах, вступившим в силу с января 1996 г.), также и России.

И подобном наиболее широком смысле предмет оценки бизнеса понимается двояко.

Первое его понимание сводится к традиционному сейчас в нашей стране (но не исторически - см. ниже вставку) пониманию оценки бизнеса как оценки фирмы в качестве юридического лица. Для этого понимания также - по традиции экономики, где бизнесом занимались только юридические лица, имеющие на балансе определенное имущество, - характерно отождествление оценки бизнеса фирм с оценкой имущества этих фирм.

Второе - более распространенное в мире - понимание оценки бизнеса заключается в том, чтобы выяснить, сколько стоят не фирмы, зарабатывающие те или иные доходы, а права собственности, технологии, конкурентные преимущества и активы, и материальные и нематериальные (последние не обязательно отражают соответствующие технологии и преимущества), которые

дают возможность зарабатывать данные доходы. Причем эти права, технологии и активы могут принадлежать не юридическим, а физическим лицам. Это не лишает их привлекательности в качестве объектов купли-продажи на рынке. Следовательно, актуальной остается проблема их оценки.

Таким образом, существует два предмета оценки бизнеса:

Оценка фирм, которая может основываться (но не обязательно) на оценки их имущества;

Оценка «бизнес-линий» (старый русский термин для них – дело; в немецком *Geschaef*t) как совокупности прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих ожидаемые с некоторой вероятностью будущие доходы.

Эти предметы в принципе альтернативны, и это же время взаимодополняющие. В и рыночной экономике, где решающим является иметь выгодное дело, а не просто фирму, обладающим среди них выступает оценка бизнеса как оценка соответствующих бизнес линий (или продуктовых, в широком смысле любого продаваемого продукта или линии).

Поэтому даже оценка фирм в качестве отдельных юридических лиц, если эти фирмы заведомо не подлежат закрытию (либо резкому сокращению операций с высвобождением активов, которые могут быть проданы после этого) и оцениваются как действующие предприятия (*on-going-concerns*), часто производится в виде суммарной оценке совокупности бизнес-линий рассматриваемой фирмы - лишь с добавлением рыночной стоимости тех «нефункционирующих» активов, которые не используются в этих выделенных бизнес-линиях.

Очевидно также, что на основе оценки бизнес-линий предприятия только и может происходить оценка молодых растущих фирм, успевших закрепиться на рынке, имеющих явно выраженные конкурентные преимущества и выгодные перспективные продукты, но не успевших накопить сколь-либо значительные активы (имущество). Оценивать их, отталкиваясь от накопленного имущества, значило бы резко занижить их стоимость.

- Исторически ведение хозяйственных операций с целью получения

прибыли (коммерческих операций) годилось, и долгое время осуществлялось как деятельность физических лиц, которые, имея соответствующее имущество и опыт (технологии), заключали необходимые контракты (с поставщиками, контрагентами, работниками). Эти контракты оформлялись указанными физическими лицами-предпринимателями от собственного лица, т. е. под собственную ответственность и за свой счет. Физические лица, таким образом, вели собственный бизнес (собственное дело), принадлежавший им напрямую, но за который (по долгам, возникающим в связи с его ведением) они несли и прямую, собственным личным имуществом, ответственность. Никакой фирмы как отдельного перед законом от ее учредителей юридического лица не создавалось.

Тем не менее и тогда время от времени - например, при продаже бизнеса как всей бизнес-линии в целом (но только и не столько имущества, сколько прав, привилегий, коммерческих секретов, закрепленных так или иначе связей с контрагентами и клиентурой) - возникала необходимость оценивать сам этот бизнес.

Лишь в последствии (во времена Ренессанса XIV-XV вв.), когда масштаб подобных бизнесов, оборот) ним резко возросли, увеличив при этом до недопустимого уровня риски для личного имущества физических лиц-предпринимателей (поставив под угрозу существование их домашних хозяйств), владельцы больших либо быстро растущих бизнесов, вынужденные для их поддержания иметь постоянно высокую краткосрочную и среднесрочную задолженность, «изобрели» понятие и статус фирмы или предприятия как отдельного юридического лица, которое контролируется его учредителями (владельцами). Предприниматели в этом случае уже не несут прямой ответственности по долгам и обязательствам бизнеса (что особенно удобно, когда учреждаются фирмы с ограниченной ответственностью их владельцев за обязательства фирм – общества с ограниченной ответственностью, акционерные общества). Такую ответственность уже надо «отслеживать» и переносить на

предпринимателей через суд. Правда для предпринимателей взамен осложнился легальный доступ к доходам вложенного в фирму капитала и к самому этому капиталу, который теперь после инвестирования в фирму, если рассматривать вопрос строго формально, принадлежит именно ей как отдельному перед законом равному с предпринимателем лицу (доходы с капитала и сам капитал официально могут быть выплачены фирмой ее владельцам только в форме дивидендов либо, при ликвидации фирмы, свободного от долгов остатка имущества).

Однако главное, к чему привело такое развитие, - это то, что стало легче и реальнее привлекать в предприятия (особенно в нуждающиеся в этом крупные и, наоборот, малые, но быстро растущие) партнерский и заемный капитал: передавать капитал в распоряжение предпринимателей, когда он оказывается на отдельном и подвергаемом аудиту балансе фирмы (а не в личном кармане предпринимателя), для инвесторов спокойнее.

- В результате резко увеличилось число и разнообразие ситуаций, когда надо оценивать бизнес - теперь уже и как стоимость целиком бизнес-линий (дел), имущества предприятий и в качестве стоимости долей разных и множественных совладельцев фирм. При этом сохранилась и масса ситуаций, когда предметом оценки бизнеса остается собственный - как правило, малый - бизнес индивидуальных предпринимателей - физических лиц.

Оценка бизнес-линий

Более развернуто, чем это уже было сделано, бизнес-линию в широком смысле можно определить как совокупность прав собственности, достаточно долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специального (по своему возможному применению) и универсального имущества, технологий, а также контрактов (по закупке покупных ресурсов, аренде имущества, найму работников и сбыту продукции), которые обеспечивают возможность получать определенные доходы (поток доходов или серию денежных потоков - cash-stream или stream of cash-flows).

В таком широком смысле бизнес-линию еще называют продуктовой линией.

В инвестиционном анализе бизнес-линию именуют также инвестиционным проектом, который может находиться на разных стадиях своего жизненного цикла (в начале процессу инвестиций в компоненты бизнес-линии, в середине его, по завершении инвестиционного процесса и в течение периода получения отдачи с ранее сделанных инвестиций).

В узком смысле о бизнес-линии говорят также просто как о совокупности контрактов (особенно долгосрочных), включая лицензии на вид деятельности и на технологии, которые являются ключевыми (составляющими так называемые закупочные и сбытовые линии бизнеса) для обусловленного ими потока доходов.

Соответственно бизнес-линии могут служить предметами оценки в качестве:

- продуктовых линий либо инвестиционных проектов (бизнес-линии в широком смысле слова);
- совокупности контрактов, обеспечивающих закупочные и сбытовые линии бизнеса (бизнес-линии в узком смысле слова).

Предметом оценки в последнем случае может выступать даже отдельный льготный долгосрочный контракт, позволяющий регулярно получать определенные дополнительные доходы или регулярно иметь определенную экономию в затратах.

Такой частный случай оценки бизнеса называется оценкой имущественного интереса в указанном контракте. Этот имущественный интерес по своей экономической природе равен увеличению стоимости собственного капитала фирмы, которая имеет соответствующий льготный контракт. Обеспечиваемые им льготы (например, ценовые) приносят регулярные дополнительные доходы (экономии), которые могут быть капитализированы, что и означает увеличение собственного капитала предприятия.

Примерами здесь могут служить долгосрочные льготные (выгодные) договоры поставки товара по цене выше рыночной либо, наоборот, долгосрочные льготные договоры поставки ресурса (товара, сырья, комплектующего изделия, найма работника и др.) по цене ниже рыночной. Такой же смысл имеет и оценка долгосрочных льготных договоров аренды недвижимости или оборудования (для

арендодателя – по цене выше рыночной, для арендатора - по цене ниже рыночной).

Цели оценки бизнес-линий

Оценка бизнес – линий в хозяйственной практике способна иметь пять основных целей:

1. Оценить все бизнес-линии фирмы для того, чтобы суммой их стоимости (плюс рыночная стоимость указанных выше нефункционирующих активов) охарактеризовать подлинную рыночную стоимость данной фирмы как действующего предприятия;
2. Определить ориентировочную обоснованную максимальную (способную служить в соответствующих торгах для продавца стартовой) цену, по которой держателю составляющих бизнес-линию контрактов можно продать третьим лицам свою контрактную позицию (права по контракту) в виде контрактной цессии (если она не запрещена в самом контракте, то, согласно Гражданскому кодексу любой страны с рыночной экономикой, в том числе и РФ, это возможно и без согласовали контрагентом по контракту);
3. Оценить целиком однопродуктовое предприятие (фирму), цена которого совпадает(без учета нефункционирующих активом) с оценкой его единственной бизнес-линии;
4. Оценить рыночную ценность инвестиционного проекта, совпадающего с рассматриваемой бизнес-линией (что, в свою очередь, может быть использовано в целях отбора инвестиционных проектов для финансирования);
5. Установить ориентировочную обоснованную рыночную стоимость уставного (собственного) капитала предприятия, учрежденного для реализации планируемого инвестиционного проекта и имеющего для этого решающие конкурентные преимущества, но еще не приступившего к реализации оцениваемого проекта.

Подчеркнем, что оценка бизнес-линий (и фирм как держателей нескольких

бизнес-линий) в расчете на ожидаемые по ним доходы имеет смысл лишь тогда, когда предполагается ведение (продолжение) этих бизнес-линий в течение всего периода, ожидаемые доходы за который включают в данную оценку

Если длительность периода, в течение которого планируется осуществлять приносящие доходы операции, окажется короче периода учета в оценке бизнеса потенциально возможных от него доходов, то оценка бизнеса при таком подходе будет завышена. И наоборот.

Иначе говоря, при оценке бизнес-линий важны планы конкретного предпринимателя (менеджера), касающиеся времени продолжения операций (деятельности) в рамках оцениваемой бизнес-линии. Цели оценки здесь пересекаются с целями ведения бизнеса и предпочтениями предпринимателей (владельцев бизнес-линий) по поводу времени, к которому им необходимо накопить доходы для реализации своих более широких потребительских, инвестиционных и вообще жизненных планов. Другими словами, период учета в оценке бизнес-линии ожидаемых по ней доходов не может быть больше «временного горизонта анализа» инвестора, «под которого» производится оценка.

Применительно ко всем инвесторам или к некоему «среднему» инвестору это означает, что период, в течение которого для рассматриваемой оценки выявляются и учитываются ожидаемые по бизнес-линии доходы, не может быть больше среднего «временного горизонта анализа» или «горизонта планирования» (жизни, потребления), характерного для хозяйствующих субъектов в данной стране и в данных условиях ее развития. Что касается учета рискованности ожидаемых по бизнес-линии доходов, то это предмет отдельного анализа, осуществляемого специальными методами, о которых речь пойдет в следующих главах.

Первая и вторая из указанных выше целей оценки совпадают, когда предметом сказывается так называемое однопродуктовое предприятие (однопродуктовая фирма), имеющая только одну бизнес-линию. Этот простой и наглядный случай в последующем часто будет применяться в качестве базового (элементарного).

Оценка ценности (по сути цены) бизнес-линии в применении к оценке

инвестиционных проектов чаще всего используется для оценки вновь начинаемых инвестиционных проектов, по которым, однако, критично необходимые для их реализации собственности, контрактные права, материальные и другие нематериальные активы имеются именно у того, кто на основе оценки данного проекта принимает решение о том, финансировать или не финансировать этот проект. Содержание принимаемого решения также может сводиться и к тому, изыскивать дополнительное финансирование или нет.

Наконец, тот, кто имеет перечисленные критичные для реализации проекта конкурентные преимущества, может просто принять решение продать эти конкурентные преимущества и, таким образом, права на получение ожидаемых по проекту доходов. Максимальной ценой, которую в этом случае может ожидать продавец, и явится результат оценки подобного, еще не начатого, бизнеса.

Самой распространенной формой запродажи прав (конкурентных преимуществ) на еще не начатый, но спланированный и реально возможный выгодный бизнес является перепродажа целиком нового однопродуктового предприятия, которое для реализации инвестиционного проекта уже учреждено, но которое к данному проекту еще не приступило.

Оценка фирм (предприятий)

Оценка фирм (предприятий) и долей в них может, как это уже отмечалось, отталкиваться также от оценки бизнес-линий, осуществляемых фирмой (предприятием). Однако она может производиться и на основе имущества фирмы.

Оба эти подхода естественны для фирмы как предмета оценки, так как фирма (предприятие), будучи отдельным юридическим лицом, имеет и собственное имущество, и собственные счета, на которые поступают доходы от ведения ею хозяйственной деятельности.

Как бы промежуточным предметом оценки может быть предприятие, не имеющее статуса юридического лица (поэтому здесь мы и не используем термин «фирма»). Таким предприятием, которое не совпадает с понятием «бизнес-линия» уже в силу того, что способно иметь несколько бизнес-линий, в состоянии оказаться, например, товарищество с ограниченной ответственностью,

товарищество на вере, командитное товарищество. Юридической основой подобного предприятия является учредительный договор, которому чаще всего присущи характерные черты договора о совместной деятельности - с распределением затрат и ответственности по обязательствам (принимаемым на себя в интересах товарищества его членами), с одной стороны, и прав на получение доходов от целевой деятельности товарищества - с другой. Но и в этом промежуточном случае предметом оценки является как рыночная стоимость всего такого предприятия (товарищества), так и стоимость долей в нем (долевой ответственности и долевого участия в доходах).

Фирма (предприятие) как предмет особой оценки имеет смысл тогда, когда рынок объективно ее (его) оценить не в состоянии. Это происходит в следующих ситуациях:

- оцениваемая фирма является закрытой, т. е. по определению не подвергается оценке на фондовом рынке (речь идет о закрытых акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и товариществах);
- оцениваемая фирма является формально открытой, однако не находится в листинге фондовых бирж потому, что не отвечает их требованиям (по размеру, открытости финансовой отчетности и пр.); в то же время на внебиржевом рынке ее постоянная котировка не осуществляется;
- оцениваемое предприятие представляет собой открытое акционерное общество, котируемое на солидной фондовой бирже, но его акции являются недостаточно ликвидными (по ним мало и редко осуществляются сделки) – так что, казалось бы, реально наблюдаемой рыночной стоимости этих акций нельзя доверять;
- весь фондовый рынок в стране недостаточно ликвиден либо очень сильно зависит от краткосрочных внеэкономических факторов, результат чего тождествен предыдущему случаю.

Необходимо заметить, что для России пока особенно характерны две последние ситуации. Действительно, в условиях, когда еще идет «вторичный

передел» собственности после ваучерной приватизации и пакеты в целом заниженных по стоимости (из-за избыточного предложения со стороны нуждающихся акционеров-работников) акций покупаются отчасти «в лихорадке», ради четко не просчитанных экономических целей, цены на них имеют малое отношение к трезвой оценке рыночной стоимости имущества предприятий или их будущих доходов.

Далее, многие стратегические (крупные, дающие возможность ввести своих представителей в менеджмент) пакеты акций приобретаются не финансовыми институциональными инвесторами, а другими промышленными или сельскохозяйственными компаниями-смежниками в целях нормализации снабжения и сбыта. Следовательно, цена акций в таких пакетах соотносится не с доходами с акций, а с доходами от сделок на товарных рынках (не говоря уже о достижении стратегических целей «выживания»).

Наконец, после серии скандалов на только еще устанавливающемся фондовом рынке (из-за деятельности «фирм-пирамид») подорвано и еще долго не будет восстановлено общее доверие к рынку акций как к самому рисковому из разных фондовых рынков. Это ведет к общей недооценке акций на рынке, что усугубляется небольшим его размером (оборотом), который не в состоянии нейтрализовать слишком сильное влияние случайных (внеэкономических) факторов на колеблемость фондового рынка в стране в целом.

Оценка фирм (предприятий) по их имуществу предполагает оценку как их материальных, так и нематериальных активов.

Если материальные активы могут быть напрямую переоценены по рыночной стоимости, взятой по котировкам их аналогов с соответствующих рынков, то нематериальные активы, по которым такие рынки чаще всего отсутствуют, могут оцениваться по принципу оценки тех бизнес-линий, которые они обеспечивают - или могут обеспечить - в качестве конкурентных преимуществ.

Оценка имущества может также свестись к оценке бизнес-линий и при оценке финансовых активов (составной части материальных активов фирмы), когда в отношении некоторых находящихся в инвестиционном портфеле предприятия

неликвидных акций (или паев в неакционерных фирмах) компании - эмитенты этих акций приходится оценивать, также отталкиваясь от их бизнес-линий.

Цели оценки фирмы (предприятия)

Наиболее часто в мировой практике оценка фирм (предприятий) производится в следующих целях:

1) проверить, насколько объективны (независимы от случайных и временно действующих факторов) текущая рыночная котировка акций той или иной открытой компании с достаточно ликвидными акциями, а также текущий наблюдаемый на рынке тренд в изменении этой котировки: мелким и портфельным инвесторам это позволяет определиться в ожидаемом продолжении или изменении данного тренда, стратегическим же инвесторам - принять более обоснованное решение о приобретении или продаже контрольных пакетов такой компании, не

Опираясь только на данные фондового рынка;

2) следить за рыночной стоимостью закрытых компаний и предприятие достаточно ликвидными акциями, по которым иной способ получить сколько надежную информацию об их рыночной стоимости в принципе недоступен;

3) подготавливать предложения по цене купли-продажи закрытых компаний или предприятий с недостаточно ликвидными акциями;

4) использовать аудит компаний всех типов для предоставления их владельцам по открытым компаниям - всем участникам рынка) полной информации об истинном финансовом положении и перспективах предприятия

Последняя из перечисленных целей нуждается в особых комментариях.

Результатом оценки компании общепринятыми методами оценки бизнеса всегда является *получение такой оценки собственного (уставного) капитала компании, которая чаще всего не совпадает со стоимостью ее собственного (уставного) капитала, указываемой в бухгалтерском балансе предприятия.*

Это связано с тем, что на последнюю решающее влияние оказывают такие не имеющие прямого отношения к истинной стоимости этого собственного капитала обстоятельства, как существующие нормы амортизации (которые,

например, могут отстать от действительных темпов физического, экономического, функционального и технологического износа соответствующих основных фондов), время постановки на баланс амортизируемых активов, выбранные фирмой методы амортизации. Капитализированные ранее объявлявшиеся и текущие прибыли могли быть завышены или занижены вследствие завышения либо занижения самих этих прибылей при использовании разных выбиравшихся самим предприятием методов учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции (ФИФО (FIFO), ЛИФО (LIFO), метод скользящей средней – см. об этом в главе 3). Наконец, как это в особенности присуще России, при повышенной инфляции на величину балансовой стоимости собственного капитала, исчисляемой при сведении баланса как разность между остаточной балансовой стоимостью активов и стоимостью обязательств, решающее воздействие способны оказать уровень общенациональных коэффициентов переоценки основных фондов с учетом накопившейся инфляции, а также время и регулярность проведения кампании по такой переоценке.

Недаром получаемую при оценке бизнеса величину стоимости собственного капитала предприятия, подчеркивая ее отличие от балансовой стоимости собственного (уставного) капитала, в англоязычном обиходе называют «fair value», т. е. «истинной (честной) стоимостью».

Конечно, владельцам компании (акционерам, пайщикам), а также тем, кому в будущем может быть предложено купить ее или доли в ней, крайне важно знать, насколько балансовая стоимость ее собственного (уставного) капитала расходится либо совпадает с оценкой обоснованной рыночной стоимости этого капитала. В этом заключается один из фундаментальных способов защиты (посредством адекватного информирования) интересов акционеров (пайщиков) и всех теперешних и потенциальных участников фондового рынка.

§ 2. Специальные применения оценки бизнеса

Анализируемые далее специальные применения оценки бизнеса предусматриваются законодательством и касаются достаточно необычных, но все

же встречающихся в рыночной экономике время от времени хозяйственных ситуаций. Некоторые из этих ситуаций типичны для любой страны с рыночной экономикой, некоторые - только для стран с переходной к рыночной системой хозяйствования (к последним относится и Россия).

Интересующие нас здесь специальные применения относятся к следующим четырем основным случаям:

- выкуп паев (акций) в закрытых компаниях типа обществ с ограниченной ответственностью и закрытых акционерных обществ или пая в товариществах при выходе из их состава одного из акционеров (учредителей, пайщиков);
- эмиссия новых акций открытыми акционерными обществами;

подготовка к продаже обанкротившихся предприятий, выставляемых на конкурс;

- подготовка к продаже приватизируемых предприятий (включая продажу пакетов их акций, еще остающихся в собственности государства);
- обоснование вариантов санации предприятий-банкротов. Рассмотрим их подробнее.

Выкуп паев (акций)

В том, что касается обществ с ограниченной ответственностью (заведомо закрытых компаний, характерных для правовых систем группы стран, включающей в себя Германию, Японию и Россию), законодательство не предусматривает какого-либо особого порядка оценки подлежащего выкупу пая того члена общества, который решил выйти из него. Этот вопрос относится к компетенции устава общества, т.е. должен быть урегулирован в нем.

Для определения альтернативных способов регулирования указанного вопроса необходимо:

- установить, что выходящий из общества член получает от общества компенсацию, равную номинальной стоимости ранее внесенного им вноса;

- предусмотреть, что выкуп обществом (либо любым другим его членом) пая выходящего из него члена осуществляется по номинальной стоимости этого пая, индексированной на накопившуюся за время нахождения в обществе выходящего из него пайщика инфляцию;
- отразить в уставе общества, что при выходе из общества его член получает компенсацию, равную номинальной стоимости соответствующего пая возможно, индексированной на накопившуюся инфляцию), плюс приходящиеся на этот пай капитализированные (не распределенные ранее) прибыли;
- определить, что выкупная стоимость рассматриваемого пая равняется его рыночной стоимости, выводимой из рыночной стоимости данной компании, которая пропорционально распределяется между паями членов общества.

Наиболее обоснованным и в максимальной мере привлекательным для инвесторов общества с ограниченной ответственностью (гарантирующим их права) представляется последний способ.

И именно для его реализации тогда необходимо согласованное (также предусмотренное в уставе общества) определение рыночной стоимости компании и ее паев. При этом оценка компании может быть поручена (согласно уставу) устраивающей всех членов общества признанной аудиторской либо специализированной оценочной фирме. Последняя же будет руководствоваться методами оценки бизнеса, рассматриваемыми в настоящей работе.

Примерно та же ситуация создается в закрытых акционерных обществах, когда речь идет об определении в их уставе принципов оценки стоимости акций, которые желающими выйти из общества акционерами должны сначала предлагаться (по опциону на покупку или праву первоочередной покупки) другим акционерам общества.

Естественно, все изложенное выше касается и учредителей обществ с ограниченной ответственностью или закрытых акционерных обществ. Они ведь имеют те же права, что и позднее присоединившиеся к этим обществам

инвесторы.

На одной из недавних лекций автору настоящей книги привелось быть свидетелем интересного диалога между слушателями, являвшимися директорами предприятий в одном из российских регионов. Один из слушателей никак не мог взять в толк то, что, внося ранее, в качестве менеджера фирмы-учредителя одной компании, в обмен на пакет ее акций автомобиль, после выхода из состава учредителей данной компании он мог получить назад лишь, образно выражаясь, колесо от этого автомобиля. Он считал, что непременно должен получить назад весь автомобиль. Другие же слушатели ему объясняли, что если компания, куда по его желанию были вложены средства руководимого им предприятия, управлялась плохо, то вполне возможно, что за прошедшее время стоимость компании и его пая сократились настолько, что на долю его как учредителя осталась такая стоимость, которая и равняется современной стоимости колеса когда-то вложенного автомобиля. Дело в этом случае именно так и обстояло бы, если бы в соответствующих учредительских документах рассматриваемой компании значилось, что выкуп у учредителей их пая или пакета акций должен производиться по его рыночной стоимости.

А теперь заметим, что, согласно действующему российскому законодательству, после вступления в силу с января 1996 г. Закона об акционерных обществах выкуп акций акционерными обществами у своих акционеров (в том числе у учредителей) осуществляется только по рыночной стоимости этих акций, которая для закрытых компаний определяется в соответствии с общепринятыми методами оценки бизнеса.

В принципе все изложенное выше применимо и к товариществам - если при их образовании в учредительный договор были внесены соответствующие положения.

Эмиссия новых акций

Как известно, выпуск новых акций является важнейшим способом привлечения дополнительного партнерского капитала акционерными обществами - как уже открытыми, так и ранее закрытыми, но которые тоже, превратившись в

открытые, после появления их акций на фондовом рынке (в результате продажи их старыми акционерами третьим лицам) могут попытаться прибегнуть к эмиссии новых акций.

Вместе с тем выпуск новых акций может оказаться и инструментом разрушения фондового рынка, если компании-эмитенты будут по разным причинам не в состоянии реинвестировать получаемые с фондового рынка средства в проекты, способные принести дополнительные прибыли и обеспечить доходность выпущенных акций.

Мы здесь не рассматриваем случаи заведомой недобросовестности владельцев и менеджеров фирм-эмитентов. Не затрагиваем и такие причины, как лишение компании лицензий на право заниматься выгодными операциями, стихийные бедствия и т. д.

Наиболее вероятной и часто встречающейся причиной указанной неспособности перспективно реинвестировать фонды, полученные от размещения на рынке новых акций, является то, что компания заведомо не в состоянии это сделать, так как нуждается, по крайней мере, в части этих средств на следующие цели: покрытие своих текущих убытков, простое поддержание (без какого-либо расширения) своих уже имеющихся мощностей, пополнение потерянных ранее собственных оборотных средств, осуществление плановых выплат по ранее взятым кредитам, проведение расчетов по просроченным долгам и т. п.

Все эти направления использования фондов, привлекаемых от акционеров, действительно не дадут прироста доходов фирмы. В конечном счете привлечение средств акционеров на перечисленные цели с точки зрения акционеров, ожидавших по своим инвестициям в предприятие-эмитент как минимум той же доходности, что была до эмиссии акций, окажется менее выгодным, чем они это ожидали (в экстремальных случаях те, кто приобрел выпущенные акции, вообще не получают с них дохода и могут даже потерять вложенные в них деньги).

В финансовой теории применительно к неэкстремальным случаям это объясняется так называемым разводнением акций, когда не приносящие дополнительных прибылей средства от размещения новых акций тем не менее

увеличивают обязательства фирмы-эмитента по выплате дивидендов возросшему числу акционеров (в расчете на возросшее количество акций), что приводит к сокращению дивидендных доходов акционеров (конечно, когда полученные с фондового рынка средства предприятием-эмитентом действительно реинвестируются в финансово эффективные проекты, «разводнения» акций не происходит, так как, либо эти проекты быстро начинают приносить дополнительные доходы, либо сам факт реализации перспективных проектов отражается на росте курса акций компании).

Причем из публикуемых финансовых отчетов компании-эмитента (баланса, отчетов о прибылях и убытках) при поверхностном и даже более глубоком анализе практически невозможно или очень затруднительно установить, какова вероятность описанного сценария. Здесь сказываются и вероятность завышения объявляемых прибылей (например, вследствие перехода, в порядке подготовки к масштабной эмиссии акций, с метода LIFO на метод FIFO - подробнее см. об этом в главе 3), и недоамортизация основных фондов вследствие неприменения методов ускоренной амортизации быстро стареющих капитальных активов, и невозможность провести корректный сравнительный анализ финансовых коэффициентов фирмы (типа коэффициентов покрытия, автономности, независимости, прибыльности) в сопоставлении с аналогичными коэффициентами других компаний отрасли (когда большинство этих компаний, как сейчас в России, не публикуют своих финансовых отчетов), и некачественность аудита опубликованных отчетов, а также другие факторы.

Вот в этой-то ситуации оценка бизнеса и находит еще одно свое специальное применение, защищающее интересы участников фондового рынка (и существующих акционеров предприятия).

Рассмотрим основные принципы этого применения:

перед тем как разрешить эмиссию новых акций, проверяют, в каком соотношении находятся балансовая и оценочная (полученная методами оценки бизнеса) стоимости собственного капитала компании-эмитента;

если оценочная стоимость собственного капитала данного предприятия

больше, чем балансовая его стоимость, основывающаяся на остаточной балансовой стоимости активов предприятия, его обязательствах и объявленных прибылях, то эмиссия новых акций разрешается - причем как раз на величину выявленного изучавшегося превышения;

если оценочная стоимость собственного капитала фирмы-эмитента меньше, чем балансовая стоимость этого капитала, то эмиссия акций не разрешается;

в последнем случае, более того, акционерное общество, желавшее выпустить новые акции, обязано уменьшить величину стоимости своего собственного (уставного) капитала в бухгалтерском балансе общества как раз на разницу между оценочной стоимостью предприятия и объявлявшейся (как выяснилось, завышенной) балансовой стоимостью его собственного (уставного) капитала.

Полномочия по тому, чтобы разрешать или не разрешать, согласно описанным правилам, эмиссию акций (для защиты интересов акционеров и участников фондового рынка), имеют органы, контролирующие фондовый рынок. В США и России ими являются Федеральные комиссии по ценным бумагам. Причем в России Закон об акционерных обществах, вступивший в силу с января 1996 г. (с учетом его юридических комментариев), предусматривает, что эмиссия новых акций может быть произведена ровно на ту сумму, на которую оценочная (полученная методами оценки бизнеса) величина стоимости собственного (уставного) капитала общества-эмитента превышает величину балансовой стоимости этого капитала.

Если же эта разница отрицательна (т. е. оценочная стоимость собственного или уставного капитала меньше его балансовой стоимости), то в балансе предприятия-эмитента стоимость его собственного (уставного) капитала должна быть уменьшена на ее величину - с приведением в соответствие остаточной балансовой стоимости материальных и в особенности нематериальных активов (заметим, что при этом российское законодательство ставит предел - в 200 минимальных месячных заработных плат - для минимальной балансовой стоимости уставного капитала действующих открытых акционерных обществ). Предприятия, чей переоцененный уставный капитал опускается ниже данной

отметки, должны ликвидироваться.

Подготовка к продаже обанкротившихся предприятий

Оценка бизнеса составляет одну из важнейших задач внешних (антикризисных) управляющих, назначаемых по решению суда для осуществления финансового оздоровления или ликвидации признанных судом банкротами (несостоятельными) предприятий.

По закону в случаях, когда суд признает нецелесообразным (в интересах сохранения рабочих мест или по иным причинам) ликвидировать предприятие-банкрот, реализуя в ходе этой ликвидации имущество банкрота, им необходимо подготовить к продаже само данное предприятие и осуществить эту продажу.

В свою очередь, важнейшей составной частью подготовки предприятия-банкрота к продаже является правильная (обоснованная) его оценка и определение закрашиваемой за предприятие (или доли в нем) цены.

При этом здесь важны следующие аспекты.

Во-первых, цена, по которой предприятие или доли в нем будут предлагаться к продаже, не должна быть, с одной стороны, занижена, так как этим был бы нанесен прямой имущественный ущерб кредиторам банкрота. Он заключается в том, что выручка от продажи покроет тогда меньшую часть долгов несостоятельного предприятия и его кредиторам будет соответственно недовыплачена компенсация по этим долгам,

Во-вторых, указанная цена вместе с тем не должна быть завышена, потому что и в этом случае кредиторам банкрота был бы нанесен ущерб, который состоит в задержке получения ими компенсации по долгам из-за того, что при завышенной цене предложения на продаваемое предприятие не удастся найти инвесторов (покупателей), и все равно эту цену придется впоследствии снижать - возможно, после того как предприятие не удастся продать сразу же.

Заметим, что оба отраженных выше аспекта имеют место практически при любой форме организации продажи предприятия-банкрота - в том числе и при продаже его через открытые аукцион или тендер, когда существенным является правильное назначение стартовой или минимальной цены продажи (это скажется,

например, на круге желающих принять участие в торгах, на том, насколько могут быть на этих торгах облегчены или осложнены незаконные сговоры между их аффилированными участниками, на длительности подготовки торгов и на их окончательном результате).

В-третьих, если известны потенциальные покупатели (инвесторы), оценка готовящегося к продаже несостоятельного предприятия должна проводиться не вообще, а применительно к предполагаемым планам, деловым возможностям и информированности конкретных инвесторов. Для разных инвесторов она может быть тоже разной. На этот аспект далее будет обращено особое внимание в связи с концепцией, так называемой инвестиционной стоимости предприятия.

В-четвертых, оценка выставляемых на продажу предприятий может быть многовариантной еще и потому, что до этой продажи внешними (антикризисными) управляющими может быть, с согласия и по поручению кредиторов банкрота, проведен больший или меньший комплекс мероприятий по предварительной санации данного предприятия, что, естественно, повлияет на итоговую (после завершения санации) оценку предприятия и запрашиваемую за него цену.

Подготовка к продаже приватизируемых предприятий (или пакетов их акций, еще остающихся в собственности государства)

Применение оценки бизнеса в данном случае в принципе имеет те же особенности (аспекты), которые отмечались в связи с подготовкой к продаже предприятий-банкротов. Отличия заключаются лишь в том, что:

приватизируемые предприятия совсем не обязательно выступают банкротами (хотя в ряде случаев они действительно фактически приближаются к несостоятельности или могут уже фактически являться несостоятельными) - чаще они являются нормально работающими либо способными нормально работать;

выручка от продажи приватизируемых предприятий или приватизируемых государственных пакетов акций направляется не кредиторам предприятия, а бывшему собственнику, т. е. государству (в федеральный либо местный бюджеты).

С учетом этих отличий все четыре обсуждавшихся в предыдущем разделе аспекта остаются справедливыми.

Можно лишь заметить, что значимость и трудности правильной оценки приватизируемого предприятия (либо предприятия, чьи пакеты акций приватизируются) только возрастают, так как указанная оценка в этом случае осуществляется под сравнительно более слабым контролем коммерчески не заинтересованных (в отличие от кредиторов предприятия-банкрота) государственных чиновников. Усиливается вероятность неосознанного или даже сознательного (под давлением заинтересованных лиц) занижения стоимости выставляемых на продажу объектов. Значит, при обосновании продажной (в том числе стартовой на торгах) цены приватизируемых предприятий и их отдельных пакетов тем строже следует руководствоваться принятыми в мировой практике методами оценки бизнеса.

Обоснование вариантов санации предприятий-банкротов

Санация предприятий-банкротов (официально объявленных таковыми либо фактически несостоятельных, но тем не менее выставляемых на приватизацию) предполагает их финансовое оздоровление, направленное на повышение цены, по которой эти предприятия могут быть проданы.

В Восточной Германии, кстати, государство в лице государственного опекунского ведомства под названием «Treuehand» - «Верная рука» (аналога российского Госкомимущества) осуществляло приватизацию после предварительной санации, за государственный счет, приватизируемых предприятий. Это было необходимо, так как продажа предварительно акционированных государственных предприятий там осуществлялась крупными пакетами, предлагавшимися профессиональным инвесторам. Они же ни в коем случае не согласились бы за положительную цену (исключая ставшие печально известными варианты покупки государственных предприятий за символическую одну марку) приобретать убыточные, финансово-кризисные предприятия, чье имущество также было невозможно с выгодой продать.

Задача оценки бизнеса применительно к процессу санации финансово-

кризисных предприятий видоизменяется. Она заключается в прогнозировании оценочной стоимости предприятия (включая прогнозирование ее для отдельных конкретных инвесторов) после того, как будет выполнен запланированный комплекс санационных мероприятий, т. е. в прогнозировании будущей - по истечении периода,ленного на санацию, - обоснованной рыночной и инвестиционной стоимости предприятия.

При этом, как указывалось выше, эта стоимость будет являться многовариантной - в зависимости от того, какие конкретные санационные мероприятия будут одобрены.

На предприятиях, официально объявленных банкротами, сформулированная выше задача становится одной из важнейших функций профессионально подготовленных внешних (антикризисных) управляющих. В своем отчете об оценке предприятия-банкрота, который ими должен быть представлен собранию кредиторов после назначения этих управляющих (в России - в трехмесячный срок после назначения антикризисного управляющего судом), в интересах кредиторов они должны не просто констатировать, сколько предприятие-банкрот стоит на данный момент. Они должны также представить на решение кредиторов как минимум две альтернативы:

а) продавать предприятие по его текущей и, как правило, весьма низкой, определенной ими цене (что обещает кредиторам покрытие выручкой от этой продажи лишь очень незначительной части их «зависших» долгов; в России на этот счет статистики еще нет, а в Германии в таких случаях в среднем кредиторам возмещается не более 10% долгов);

б) согласиться на более продолжительную санацию предприятия-банкрота, которая, если исходить из предложенного плана санационных мероприятий и прогнозных оценок стоимости предприятия после санации, позволит повысить продажную цену предприятия и увеличить выручаемые для кредиторов от его продажи средства.

С учетом фактора времени и, возможно, потребующихся от кредиторов для санации дополнительных затрат, кредиторы тогда могут сами решить (в

определенной мере снимая с антикризисного управляющего ответственность за слишком низкий процент возмещения им долгов), какую альтернативу выбрать.

Санационные мероприятия, влияющие на оценку бизнеса, могут быть трех родов:

- санация в режиме экономии;
- санация на основе вновь начинаемых инвестиционных проектов (как правило, краткосрочных или с коротким сроком окупаемости, с небольшими стартовыми инвестициями);
- санация на основе продолжения ранее начатых на предприятии перспективных инвестиционных проектов, на которые ему не хватило времени и средств, но которые обещают в скором времени значительную отдачу.

Особенно интересными и многообещающими способны оказаться санационные мероприятия второго рода - на основе удачно подобранных (доступных предприятию и, по дополнительным затратам, его кредиторам) вновь начинаемых инвестиционных проектов с коротким сроком окупаемости. Эти проекты чаще всего базируются на инновациях, т. е. новых технологиях (в широком смысле этого слова, подразумевающих новые для предприятия - а возможно, и для рынка - продукты, усовершенствования в технологических процессах и пр.).

Что касается финансирования санационных мероприятий, выходящих за рамки режима экономии, то это - особая тема, по поводу которой здесь можно лишь отметить следующее.

Во-первых, оно часто ложится на плечи самих кредиторов предприятия-должника - в форме реструктуризации на время санации его долгов (переноса сроков уплаты по ним текущих процентов и основной части долга) или предоставления дополнительных займов и поставок в кредит. При этом для кредиторов действует принцип: если есть шанс позднее получить все весьма значительные по размеру долги (или более весомую, чем это реально сегодня, их часть), оказав небольшую финансовую помощь должнику, то, возможно, имеет

смысл сделать это. Поэтому менеджерам финансово-кризисных предприятий в части заемного финансирования стоит попытаться обратиться именно к уже существующим кредиторам.

Частным случаем использования дополнительного заемного финансирования, которое предоставляется существующими кредиторами предприятия, является согласие на реструктуризацию (отсрочку, рассрочку) задолженности им со стороны предприятия. В этом случае высвобождаются средства, которые и могут быть предприятием направлены на финансирование инвестиционных проектов санации.

Во-вторых, в части привлеченных средств, финансово-кризисные (официально уже признанные банкротами) предприятия - с разрешения собрания кредиторов, где голосование проходит пропорционально долгам банкрота конкретным кредиторам, включая поставщиков и работников, могут попытаться реализовать особо эффективные для них инвестиционные проекты (инновации) через специально учреждаемые под них венчурные («под проект») дочерние предприятия, куда привлеченный капитал сторонних участников (пайщиков, акционеров) придет с гораздо большей вероятностью, чем в отягощенную долгами материнскую фирму. Это может касаться даже и лучших перспектив на мобилизацию заемных средств - на этот раз не только от прежних кредиторов.

В-третьих, на финансирование особо эффективных и быстрых по окупаемости инвестиционных проектов могут быть «брошены» и последние резервы самофинансирования финансово-кризисных предприятий, в том числе, если говорить сугубо практически, даже не грозящая немедленными санкциями кредиторская задолженность, пени по которой будут покрыты прибылями от инвестиций с коротким сроком окупаемости.

Существуют, конечно, и иные более сложные схемы финансирования финансово-кризисных предприятий (особенно если их еще не успели официально, по суду, признать банкротами). Такие схемы зачастую связаны с реорганизацией этих предприятий, что более всего характерно, когда речь идет о крупных предприятиях.

Популярной схемой, в частности, является дробление («down-sizing») предприятий с выделением в отдельные фирмы как особо невыгодных продуктовых линий и занимающихся ими подразделений, так и, наоборот, особо выгодных. Цель при этом заключается, с одной стороны, в освобождении материнского предприятия от убытков по коммерчески неперспективным бизнес-линиям (с перенесением также на директорат заведомо убыточных выделяемых предприятий забот и затрат, связанных с сокращением работников и продажей малоликвидных специальных активов). С другой стороны, выделенные дочерние предприятия, не отягощенные долгами материнского предприятия, как уже было сказано, более способны привлечь заемный и партнерский капитал, необходимый для реализации (в том числе доведения до конца ранее начатых) выгодных проектов; отдача же с этих проектов может «подпитать» материнское финансово-кризисное предприятие.

Другой становящейся популярной «стратегической» схемой выступает так называемая промышленная очистка активов предприятия-должника. Эта схема предполагает учреждение им или, что более предпочтительно, кем-то из его владельцев нового предприятия, которое берет на себя частичные гарантии по просроченным долгам должника, а затем через суд накладывает арест на ключевое имущество должника, «виноватого» в том, что вновь созданному предприятию приходится или придется отвечать по взятым на себя гарантиям. Далее, это вновь созданное (но с прежними владельцами) предприятие входит в права на указанное имущество, а предприятие-должник тем временем благополучно добровольно ликвидируется или объявляет себя банкротом. При этом большая часть его долгов так и остается неоплаченной, а ранее созданное предприятие-гарант, проявившее более высокий, чем многие пассивные кредиторы, уровень судебно-исковой активности, получив необходимое имущество, «начинает с чистого листа», т. е. «очистив» это имущество от долгов.

Однако коренными недостатками этих интересных «стратегических» реорганизационных схем финансирования санации, как правило, являются как минимум два следующих обстоятельства:

- реорганизация не успевает к моменту, когда приходится принимать окончательные решения по поводу судьбы фирмы и ее менеджеров, привести к ожидавшимся от нее результатам;
- применяемый метод реорганизации по иску третьих заинтересованных лиц(или по заключению государственных органов типа Антимонопольного комитета либо Федеральной службы по делам о несостоятельности (банкротству) и финансовому оздоровлению) достаточно часто признается или может быть признанным незаконным (в целом или в отдельных своих ключевых моментах).

Поэтому все же главное внимание при организации и финансировании санации, а также прогнозировании ее влияния на стоимость предприятия необходимо уделять не «прожектам» какой-либо очень уж «хитрой» реорганизации, а анализу бизнес-линий и имущества, реализация которых может улучшить финансовое положение и оценку предприятия.

Ниже приводится таблица, в которой наглядно показаны все основные обсуждавшиеся моменты: разные понимания предмета оценки бизнеса, цели оценки бизнеса в соответствии с альтернативными пониманиями предмета оценки, а также специальные применения оценки бизнеса.

Заметим, однако, что все же главным применением оценки бизнеса является простая практическая ситуация, когда в интересах подготовки обычной сделки по купле-продаже того или иного пакета акций (доли) любого предприятия оказывается необходимым «прикинуть», какая же цена за него (отталкиваясь от оценки предприятия в целом - ста процентов его акций) может считаться разумной или максимально приемлемой.

Предметы, цели и специальные применения оценки бизнеса

Предметы оценки бизнеса	Цели оценки бизнеса	Специальные применения оценки бизнеса
--	----------------------------	--

Оценка бизнес-линий	Оценка фирмы по сумме стоимостей ее бизнес-линий (плюс нефункционирующие активы) Оценка стоимости цессии по контрактам, составляющим бизнес-линию	Определение цены выкупа компанией акций (паев) у выходящих из нее акционеров (пайщиков) Обоснование правомочности эмиссии новых акций
	Оценка рыночной стоимости однопродуктового предприятия Определение рыночной ценности инвестиционного проекта Оценка рыночной стоимости уставного капитала вновь учрежденного для реализации инвестиционного проекта предприятия	Определение продажной цены предприятий-банкротов Оценка обоснованной продажной цены для приватизируемых предприятий (или принадлежащих государству пакетов их акций) Прогнозирование продажной цены saniруемых предприятий
Оценка фирм	Оценка надежности трендов в изменении рыночных котировок открытых компаний	
	Мониторинг оценочной стоимости закрытых компаний	
	Проработка продажной цены закрытых компаний (а также компаний с недостаточно ликвидными акциями)	

	Использование для представления полной и истинной картины финансового состояния аудируемых фирм	
--	---	--

В современных условиях появляются и иные, не отраженные выше, практические применения оценки бизнеса. К числу важнейших из них можно отнести следующие:

1. Если имущественным обеспечением (залогом) по кредиту служит пакет акций, например, дочернего заемщику предприятия, а оно является закрытым (акции не обращаются на фондовом рынке и невозможно опереться на их рыночную цену), то для того, чтобы соотнести величину кредита со стоимостью такого имущественного обеспечения, придется прибегать к услугам независимого лицензированному оценщика бизнеса и получать от него оценку стоимости упомянутого пакета акций. В свою очередь, для этого надо будет сначала оценивать все дочернее предприятие. Причем это можно будет сделать разными методами, потому что заемщик имеет доступ к внутренней информации своего дочернего предприятия и способен оставить этот доступ оценщику.

То же касается акций в любых других предприятиях, если заемщик обладает достаточно крупным их пакетом и представлен в их менеджменте.

2. В процессе реструктуризации крупных компаний и, в частности, их реорганизации нередко возникают ситуации, когда надо производить обмен акций одних предприятий на акции других - например, при обмене акций миноритарных акционеров дочерних предприятий на акции холдинговой или центральной компании, при переходе на единую акцию, консолидации бизнеса и т. п. Как правило, в этих случаях речь идет о не обращающихся на фондовом рынке акциях, по которым отсутствует наблюдаемая цена. Следовательно, для того чтобы обосновать используемые обменные соотношения (и тем самым избежать впоследствии возможных судебных исков акционеров меньшинства), необходимо предварительно оценивать предприятия, чьи акции обмениваются.

Та же проблема возникает и так же решается при подготовке слияний

компаний с обменом акциями между совладельцами этих компаний либо между самими компаниями.

3. К оценке бизнеса прибегают при оценке имущественного вноса в уставные капиталы вновь создаваемых фирм, если вносится имущество в виде пакетов акций, которые тогда и подлежат оценке.

4. Наконец, оценка предприятий может оказаться полезной и применительно к тем открытым компаниям, чьи акции обращаются на фондовом рынке и даже являются высоколиквидными (типа «голубых фишек»). Заказчик оценки может стремиться получить оценку так называемой объективной стоимости предприятия в его акций - для того, чтобы увидеть, насколько они недооценены либо переоценены на данный момент на рынке (ведь только цена на рынке, где достигнуто равновесие между спросом и предложением, способна отражать истинную стоимость; кроме того, текущей рыночной цене акций можно доверять, лишь, если соответствующая компания является достаточно информационно прозрачной - иначе любой необоснованный слух о ней или о ее владельцах может резко исказить цену). Это поможет правильно прогнозировать будущие изменения рыночной цены акций, принимать решения о том, когда эти акции выгоднее продавать или покупать. Рыночная цена акций также может быть временно завышена или занижена в зависимости от состояния всего фондового рынка.

Значимость оценки бизнеса для поддержания современных рыночных инфраструктур подчеркивается в России тем, что лицензии на право выступать в качестве : денщиков бизнеса в нашей стране в настоящее время выдаются только Мингосимуществом РФ. Эта функция не делегируется субъектам Федерации. При этом для того, чтобы претендовать на получение соответствующей лицензии, надо пройти специальную 900-часовую учебную программу в аккредитованных центрах подготовки. Сертификаты всех предыдущих краткосрочных курсов и семинаров по оценке бизнеса для работы в качестве оценщика бизнеса не признаются достаточными. Стоит также добавить, что только та фирма (обычно это крупные аудиторские компании со специализированными оценочными

департаментами), которая имеет в штате не менее трех лицензированных оценщиков, получает возможность давать законодательно признаваемые заключения об оценке бизнеса.

§ 3. Определения стоимости и подходы к оценке

Оценка предприятия изначально зависит от того, в расчете на какой «сценарий» его развития, т. е. на какой вариант решения по поводу его дальнейшей судьбы, делается такая оценка.

Поэтому грамотный подход к бизнесу однозначно требует, чтобы любая его оценка делалась в расчете на изначально указываемые определения стоимости предприятия, которых в принципе может быть два (с учетом промежуточных решений):

1. Оценка предприятия как действующего (on-going-concern).
2. Оценка ликвидационной стоимости предприятия (в расчете на его ликвидацию, подразумевающую прекращение бизнеса).

Если предприятие оценивается как действующее (сохраняющее рабочие места), то его естественно оценивать в рамках так называемого доходного подхода. Этот подход предполагает, что рыночная стоимость бизнеса определяется будущими доходами, которые можно получить, продолжая бизнес.

При этом на оценку рыночной стоимости предприятия не должна влиять (не должна в ней учитываться) стоимость того имущества, которое имеется на предприятии, но является необходимым для продолжения бизнеса и жизни предприятия как действующего. Ведь в случае продажи такого имущества (подобная перспектива позволила бы включить его рыночную стоимость в оценку стоимости предприятия) продолжение бизнеса, который основан на этом имуществе, было бы невозможно и исключило бы изначальное предположение об оценке предприятия как действующего.

Оценка предприятия как действующего реализуется и в рамках так называемого рыночного подхода. Он сводится к тому, что для оценки рыночной стоимости закрытой или не имеющей размещенных на фондовом рынке акций открытой компании среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями

находят компанию-аналог (той же отрасли, того же размера, использующую ту же систему бухгалтерского учета в части методов учета товарно-материальных ценностей и методов амортизации, того же возраста и пр.), которую оценивает сам фондовый рынок, и с соответствующими корректировками переносят эту оценку на рассматриваемое предприятие.

Ликвидационная стоимость предприятия оценивается преимущественно в рамках так называемого имущественного (затратного) подхода. Его содержание заключается в оценке рыночной стоимости свободного от долгов имущества предприятия. При этом отталкиваются от оценки рыночной стоимости всех активов (имущества) предприятия - материальных (реальных и финансовых) и нематериальных, независимо от того, как они отражены (и отражены ли вообще - в том, что касается нематериальных активов) в бухгалтерском балансе предприятия.

Это - естественный подход для оценки предприятия, которое будет закрываться с распродажей его имущества по рыночной стоимости и с погашением долгов фирмы независимо от сроков их истечения. Причем наиболее строго указанный подход осуществляется тогда, когда рыночная стоимость предприятия определяется как сумма не просто рыночных стоимостей всех видов его имущества, а оценок рыночных стоимостей имущества предприятия, которые определены в расчете на срочную его продажу (ликвидационных стоимостей имущества). Последние ниже, чем просто «разумная» рыночная стоимость имущества, оцененная в расчете на неспешную продажу с основательным поиском наиболее выгодного покупателя (это касается даже недвижимости, по которой цены срочной продажи в стране не растут, а падают).

Таким образом, существуют следующие подходы к оценке предприятия, в разной мере соответствующие тому или иному определению стоимости бизнеса:

- доходный подход;
- рыночный подход;
- имущественный (затратный) подход.

Грубой ошибкой в оценке бизнеса является применение подхода к оценке,

неадекватного определению стоимости, которое вытекает из сложившейся конкретной социально-экономической ситуации с рассматриваемым предприятием.

Так, если предприятие является градообразующим (монополистом на местном рынке труда, несет также затраты по содержанию местной инженерной и социальной инфраструктуры небольшого отдаленного города или поселка), то естественным определением его стоимости (целью оценки) будет, как правило, оценка предприятия как действующего. Но тогда - если предприятие является, например, промышленным - нельзя его оценивать в рамках имущественного (затратного) подхода, который разумен для случая, когда предполагают, что имущество предприятия 'дет распродаваться и именно таким образом будет для инвестора оправдана цена предприятия, которая исчислена по сумме рыночных стоимостей его активов.

Имущественный (затратный) подход может быть адекватен определению стоимости предприятия как действующего только в случаях, если оцениваемое предприятие:

- относится к категории финансовых компаний с преобладающей долей финансовых активов, рыночная стоимость которых тогда, в свою очередь, либо берется с фондового рынка (когда финансовый актив является ликвидными или хотя бы регулярно котируемым), либо специально оценивается исходя из ожидаемых по активу (ценной бумаге) доходов (ситуация «матрешки в матрешке», предполагающая для реализации имущественного подхода использование доходного подхода);
- имеет повышенную долю нематериальных активов, которые ценны лишь тогда, когда они используются, т. е. когда предприятие будет действовать.

§ 4. Стандарты стоимости

Общепринятые стандарты стоимости в оценке бизнеса представляют собой совокупности требований к оценке.

Различают четыре основных стандарта оценки бизнеса:

- обоснованная рыночная стоимость;
- обоснованная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- внутренняя (фундаментальная) стоимость.

Все указанные стандарты предполагают, что оценка делается в расчете на так называемые свободные, не вынужденные (в том числе теми или иными административными вмешательствами), сделки по приобретению бизнеса или его долей.

В частности, покупателю не может быть предъявлено требование о возмещении капиталовложений в инвестиционные проекты предприятия, начатые ранее в интересах получения последующих значительных положительных потоков. В условиях свободной сделки покупатель предприятия (пакета его акций) готов заплатить за него (соответствующий пакет акций) по максимуму ровно столько, сколько сам он за все время эксплуатации приобретаемого бизнеса сможет получить от прибылей (денежных потоков) приобретенного предприятия.

Основные отличия указанных стандартов сводятся к следующему.

1. Стандарт обоснованной рыночной стоимости предполагает, что оценка бизнеса (инвестиционного проекта) производится на основе информации (об имуществе, о текущей и прогнозной конъюнктуре на рынке сбыта и покупных ресурсов и пр.), которая равно доступна для любого потенциального покупателя и продавца бизнеса, для любого инвестора. Деловые возможности любого потенциального инвестора (в частности, по финансированию проекта, по продажам) также считаются равными и неограниченными.
2. Стандарт обоснованной стоимости предполагает оценку бизнеса на основе равнодоступной для конкретных покупателя и продавца бизнеса указанной информации. Их деловые возможности также предполагаются одинаковыми.
3. Стандарт инвестиционной стоимости предполагает оценку бизнеса

(инвестиционного проекта) только на основе информированности и деловых возможностей конкретного инвестора (следовательно, согласно этому стандарту оценка одного и того же проекта будет разной для разных потенциальных инвесторов).

4. Стандарт внутренней (фундаментальной) стоимости предполагает оценку бизнеса (проекта) сторонним независимым оценщиком на основе его собственных информированности и представлений о деловых возможностях инвестора (что не исключает предоставление оценщику по его требованию необходимой для оценки информации, которую он будет корректировать).

Обычно считается, что наиболее объективная оценка бизнеса (проекта) как такового (вне зависимости от того, кто будет вести бизнес - реализовывать проект) соответствует стандарту обоснованной рыночной стоимости. В то же время наиболее практичным считается стандарт инвестиционной стоимости, в котором учитывается, что на практике трудно отделить оценку проекта как такового от возможностей его наилучшим способом оценить и реализовать, которыми обладает конкретный инвестор.

Влияние стандартов оценки бизнеса в наибольшей мере сказывается при прогнозировании денежных потоков (прибылей и убытков) по проекту. В части определения ставки дисконта влияние этих стандартов связано с тем, в какой мере для разных субъектов оценки проекта доступна коммерческая и финансовая информация об уровне и колеблемости дохода с инвестиций в рассматриваемой отрасли.

Если при оценке используется только общедоступная информация такого рода, то оценка скорее соответствует стандарту обоснованной рыночной стоимости. Если используется закрытая для прочих информация, то оценка скорее соответствует стандарту инвестиционной стоимости.

Стандарт обоснованной рыночной стоимости, хотя и может показаться слишком теоретизированным, уже применяется в мире (преимущественно в англосаксонских странах) для определения налогооблагаемой базы по налогу с

имущества в части финансовых активов предприятий, которые имеют на своем балансе акции закрытых дочерних компаний. При этом соответствующие законы требуют, чтобы указанной налогооблагаемой базой служила определенная специальными методами оценки бизнеса обоснованная рыночная стоимость дочерних закрытых компаний, пропорционально уменьшенная в соответствии с долей материнской фирмы в дочерней компании.

Указанное требование обуславливает то, что западные корпорации-налогоплательщики вынуждены - для того чтобы обезопасить себя от претензий налоговой инспекции - привлекать к оценке обоснованной рыночной стоимости своих дочерних закрытых компаний и контрольных пакетов в них престижные оценочные фирмы, в роли которых чаще всего выступают крупные аудиторские компании.

Стандарт обоснованной стоимости наиболее применим в западной практике тогда, когда акционеры меньшинства опротестовывают через суд сделки по покупке от них акций более крупными акционерами тех же предприятий на основании предъявления к последним претензий по поводу имевшего место несоблюдения при подготовке договорной цены купли-продажи указанного стандарта. Претензия состоит в том, что акционеры большинства в таких случаях зачастую не предоставляют контрагенту по сделке (акционеру меньшинства) той информации об истинных рыночных перспективах предприятия и подлинной рыночной стоимости его имущества, из которой исходят сами при определении максимально допустимых цен на акции фирмы. Доказанная подобная информационная асимметрия может привести к аннулированию рассматриваемой сделки.

Очевидно, что данная ситуация имеет прямые аналогии и в отечественной практике, когда более крупные акционеры и менеджеры приватизированных предприятий на основе сходной информационной асимметрии (зачастую усиливая ее распространением ложной информации о заниженных перспективах фирмы) скупают мелкие пакеты акций у работников приватизированных предприятий, которым к тому же задерживается выплата заработной платы.

Стандарт инвестиционной стоимости предполагает, что оценка бизнеса осуществляется исходя из информированности об имуществе и рыночных перспективах (на рынках сбыта и рынках покупных ресурсов) предприятия конкретного его инвестора (покупателя или продавца). Играть роль и деловые возможности конкретного инвестора - имеющиеся у него за рамками сделки по купле-продаже предприятия (увеличивающие его стоимость «в глазах» такого инвестора) активы, которые могут быть использованы для развития бизнеса вместо выделения специального финансирования на цели их приобретения или создания собственными силами. Важны и творческие возможности (деловая фантазия) инвестора и пр.

Точно так же, как электрический ток пойдет между полюсами тогда, когда между ними возникнет разность потенциалов, так и сделка по купле-продаже предприятия (пакета его акций) произойдет в условиях, когда инвестиционная стоимость одного и того же предприятия с точки зрения продавца ниже, чем его инвестиционная стоимость с точки зрения покупателя.

Инвестиционная стоимость предприятия с точки зрения внешнего инвестора-покупателя называется внешней стоимостью предприятия.

Инвестиционная стоимость предприятия с точки зрения его действующих менеджеров называется стоимостью предприятия «как есть».

Стандарт внутренней (фундаментальной) стоимости предприятия требует, чтобы оценка бизнеса производилась не просто на основе информации независимого аналитика, который должен учесть в этой оценке все влияющие на оценку факторы, но также с учетом того, что указанный аналитик не оказывается вынужденным запрашивать информацию от одной из заинтересованных в оценке сторон (продавца или покупателя предприятия), тем самым подвергая себя зависимости от нее.

Практическим выводом из отмеченного выше оказывается то, что независимый аналитик (оценщик), чтобы выполнить стандарт внутренней (фундаментальной) стоимости, должен иметь собственный опыт работы в отрасли рассматриваемого предприятия и собственную независимую информацию о ней.

Стандарт внутренней (фундаментальной) стоимости предполагает также, что рассматриваемое предприятие должно быть оценено всеми существующими методами оценки бизнеса - с получением итоговой оценки как средневзвешенной из всех определенных разными методами оценок (где в качестве весовых коэффициентов должны выступать специально обосновываемые коэффициенты доверия оценщика к результатам применения того или иного метода оценки в конкретной оценочной ситуации).

Глава 2

Доходный подход к оценке бизнеса: методология, учет рисков бизнеса

§ 1. Методология доходного подхода к оценке бизнеса

Доходный подход к оценке бизнеса состоит в том, чтобы определять стоимость предприятия на основе тех доходов, которые оно способно в будущем принести своему владельцу (владельцам), включая выручку от продажи того имущества («нефункционирующих» или «избыточных» активов), которое не понадобится для получения этих доходов.

Будущие доходы (по умолчанию предполагается - чистые, т.е. очищенные от затрат) предприятия оцениваются и суммируются с учетом времени их появления, т. е. того факта, что владелец (владельцы) предприятия сможет их получить лишь позднее. Добавляемая к указанным доходам стоимость «нефункционирующих» («избыточных») активов учитывается на уровне их рыночной (не балансовой) стоимости - точнее, как вероятная цена их срочной (в течение текущего периода) продажи.

Применительно к общепринятым стандартам оценки бизнеса максимально приемлемая для любого потенциального покупателя (инвестора) стоимость предприятия, определенная согласно доходному подходу к оценке бизнеса, представляет собой сумму всех приведенных по фактору времени доходов с бизнеса (с инвестиции), которые может получить предприятие и его владелец (владельцы). Иначе говоря, действует принцип: за товар (здесь - бизнес) заплатят по максимуму столько, сколько он сможет принести дохода (полезности) покупателю. Капиталовложения, сделанные ранее в бизнес прежним владельцем

(владельцами), не имеют, таким образом, отношения к цене бизнеса.

Как будет показано далее, на конкурентных рынках капитала (предлагаемых к продаже бизнесов) рыночная цена предприятия стремится к указанной максимально приемлемой для покупателя стоимости и в пределе равняется ей.

Если оценивать предприятие по стандарту обоснованной рыночной стоимости бизнеса, который требует использования для оценки общедоступной и характерной для конкурентных рынков капитала (бизнесов) информации о предприятии, то естественно считать, что оценочная рыночная стоимость предприятия равняется его максимально приемлемой для покупателя цене. Это соответствует тому, что, как в дальнейшем будет показано, чистая текущая стоимость любой инвестиции на конкурентных рынках равна нулю. В реальной жизни оценка бизнеса согласно доходу подходу к нему дает величину, относительно которой инвестор будет пытаться добиться более низкой цены приобретения этого бизнеса (его доли), тем самым, делая свою инвестицию в предприятие более выгодной, чем альтернативное и сопоставимое по рискам вложение тех же средств.

Применяя доходный подход, оценивают стоимость бизнеса в представлении («глазами») того инвестора, который имеет или будет иметь стопроцентный контроль над данным предприятием. Объясняется это тем, что оценивать предприятие по его будущим чистым доходам разумно лишь для того, кто в состоянии в любых (стандартных, в виде дивидендов и роста рыночной стоимости акций, или нестандартных - но законных, например, посредством взятия инвестором на себя сбыта наиболее выгодной продукции предприятия) формах изъять с предприятия, зарабатываемые им доходы. Вопрос лишь в том, чтобы они были.

Прогнозируемые доходы предприятия, которые обладающий над ним контролем инвестор способен изъять из предприятия, могут учитываться в виде:

- бухгалтерских (отражаемых в бухгалтерских отчетах) прибылей (убытков);
- денежных потоков.

Наиболее точный анализ будущих доходов (его называют финансовым или инвестиционным - в отличие от бухгалтерского) и оценка предприятия имеют место, когда будущие доходы выражаются в показателях денежных потоков. Поэтому далее в настоящем разделе доходный подход будет изначально рассматриваться на основе использования денежных потоков как главного измерителя доходов предприятия и источника доходов для его инвесторов. Хотя это не исключает применения показателя прибылей для характеристики доходов бизнеса и с бизнеса - при том все же, что следует иметь в виду возможные существенные искажения бухгалтерски рассчитываемых прибылей вследствие разрешения законом производить ускоренную и замедленную амортизацию основных фондов, учитывать стоимость покупных ресурсов в себестоимости реализованной продукции методами типа LIFO и FIFO.

Показатели бухгалтерских прибылей (убытков), согласно исследуемым в главе 1 стандартам оценки бизнеса, будут далее рассматриваться, и именоваться так, как это делается на основе Международных Бухгалтерских Стандартов (см.: Вестник Арбитражного Суда РФ. 1996. № 8. С. 112-135).

Доходный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий (on-going-concerns), которые и после их перепродажи новым владельцам последними не планируется закрывать (ликвидировать).

Он предполагает рассмотрение оцениваемого предприятия в качестве так называемой бизнес-линии (продуктовой линии), если предприятие выпускает только одну продукцию, или совокупности бизнес-линий (продуктовых линий), если предприятие является диверсифицированным, т. е. выпускает несколько видов товаров или услуг.

Бизнес-линия, или продуктовая линия, при этом представляет собой совокупность: 1) сбытовых (по реализуемому продукту) и закупочных (по покупным ресурсам для него) линий, имеющихся у предприятия (контрактов на сбыт и закупки); 2) доступных ему технологий выпуска продукта; 3) имущества, необходимого для ведения бизнеса; 4) обученного персонала, право на наем которого как-либо закреплено за предприятием.

Закрепленность сбытовых и закупочных линий может в этом контексте характеризоваться либо уже заключенными сбытовыми и закупочными контрактами, либо подобными подготовленными контрактами (по которым заявлено, например, протоколом о намерениях юридически образующее намерение их на определенных условиях заключить), либо явно выраженными конкурентными преимуществами в их будущем заключении (перезаключении). Доступ к необходимым технологиям отражается либо титулами собственности на них (патентами), либо фактическим распоряжением соответствующим, часто секретным, ноу-хау (желательно при пренебрежимо малой вероятности судебного преследования в связи исками о неправомерном получении доступа к чужим охраняемым в качестве коммерческой тайны техническим секретам).

Бизнес-линия может быть представлена и как находящийся на определенной своей стадии инвестиционный проект предприятия, который предполагал ранее или еще будет предполагать в дальнейшем капиталовложения по приобретению и созданию собственными силами всех необходимых для выпуска рассматриваемого продукта активов (включая нематериальные). Отдачей с этих капиталовложений выступают тогда чистые доходы (положительные денежные потоки) предприятия, возникающие в связи с продажами продукции.

Необходимо отличать инвестиционные проекты оцениваемого предприятия, когда оно само делает капиталовложения в освоение и поддержание выпуска и продаж продукции (такие инвестиционные проекты можно называть продуктовыми), инвестиционные проекты инвесторов предприятия, чьи капиталовложения выражаются в форме приобретения акций предприятия, а отдача с этих капиталовложений происходит в виде получения доходов с акций. Инвестиционные проекты, где осуществляется движение средств акционеров предприятия, а не самого предприятия, можно называть финансовыми.

Оценка предприятия (бизнеса) сводится к оценке его бизнес-линии (бизнес-линий), осуществляемой на основе суммирования чистых доходов денежных потоков), которые, как ожидается, получит предприятие за так называемый остаточный срок полезной жизни бизнеса (с учетом фактора времени получения

этих доходов или денежных потоков) и которые в той или иной форме смогут уже в качестве собственных доходов изъять с предприятия его акционеры.

Остаточная текущая стоимость бизнеса (общий случай)

Любая бизнес-линия (продуктовая линия, продукт) имеет свой жизненный цикл. Полный такой цикл включает в себя стадии: создания продукта (разработки изделия, технологических процессов производства, специального технологического оборудования и оснастки, проектирования и создания - включая строительство, монтаж оборудования, а также пусконаладочные работы - соответствующих производственных мощностей); его освоения (освоения производства, продвижения

Глава 3

Метод дисконтированного денежного потока, модели капитализации постоянного дохода, модель Гордона

§ 1. Метод дисконтированного денежного потока

Метод дисконтированного денежного потока предполагает, что измерители дисконтируемых прогнозируемых доходов от бизнеса, которые рассматривались ранее в качестве основы для определения его рыночной стоимости и осуществляющего этот бизнес предприятия, выступают не прогнозируемые прибыли, а денежные потоки.

Наиболее простое определение денежного потока (Cash Flow) сводится к тому, что денежный поток за конкретный период (год, квартал, месяц) представляет собой не что иное, как сальдо поступлений по бизнесу (со знаком «плюс») и платежей (со знаком «минус»).

Прошлые денежные потоки учитываются просто как такие показатели, которые содержатся в отчете предприятия о движении денежных средств.

Будущие денежные потоки, обеспечиваемые бизнесом, прогнозируются на основе чистых прибылей от бизнеса (валового дохода за минусом операционных издержек, процентов за кредит и налога на прибыль) с корректировкой их таким образом, чтобы максимально отразить вероятное в том или ином будущем период сальдо поступлений и платежей.

Главные преимущества оценки бизнеса, в рамках доходного подхода, с опорой на прогноз денежных потоков, а не просто прибылей, заключаются в следующем.

Во-первых, будущие прибыли от бизнеса прямо учитывают лишь ожидаемые текущие издержки по производству и продаже продукции, в то время как будущие капиталовложения по поддержанию и расширению производственных или торговых мощностей бизнеса в прогнозе прибылей отражаются только частично - через и текущую амортизацию.

Во-вторых, недостаток прибыли (убытка) как показателя в инвестиционных расчетах по оценке бизнеса также объясняется тем, что прибыль, будучи чистым

бухгалтерским отчетным показателем, подвержена значительным манипуляциям. Ее объявляемая величина зависит от метода учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции (LIFO, FIFO, метод скользящей средней),

метода ускоренной амортизации, от критерия зачисления продукции в реализованную продукцию (по факту поступления средств на ее оплату либо по выполнению обусловленного в договорах на поставку базиса поставки) и др.

Кроме того, не с прибыли «живет» предприятие. Вся реальная жизнь предприятия и реальные деньги инвесторам как результат вложения их инвестиций зависят от движения и наличия у предприятия денежных средств - остатка средств на текущем (расчетном) счете и наличности в кассе.

Рассмотрим отмеченные аспекты, начиная с последнего, более подробно.

Денежные потоки

Денежный поток как термин, на что уже однажды указывалось, является буквальным переводом с английского «cash-flow». В российской официальной терминологии (согласно уже упоминавшимся Методическим рекомендациям по оценке эффективности инвестиционных проектов и отбору их для финансирования, утвержденным Минфином, Минэкономки, Госстроем и Госкомпромом РФ 31 марта) этот показатель называется «сальдо реальных денег» или просто «реальными деньгами» предприятия. Данный показатель отражает движение денежных средств предприятия и, учитываемый на конец соответствующего финансового периода (в отдельных случаях учет целесообразно вести по состоянию на середину соответствующего периода, что требует уменьшения показателя степени в коэффициенте дисконтирования на 0,5 - см. далее), отражает остаток средств на текущем (расчетном) банковском счете предприятия в совокупности с «кассой» его наличных денежных фондов.

Средства на депозитных счетах рассматриваются уже как вложенный в ссудные инвестиции актив, в определенной мере заблокированный (следовательно, недостаточно ликвидный). Сальдо поступлений и платежей, осуществляемых по рыночной стоимости денежных средств платежа, - бартер, векселя и др. - здесь для упрощения не исследуются.

Метод LIFO {last-in-first-out) заключается в том, что стоимость покупных ресурсов, взятых из запасов, постоянно пополняемых, но закупаемых в разное время по инфляционно растущим ценам рассчитывается по наиболее высоким ценам закупки последних поступивших в запасы партий материалов, сырья, полуфабрикатов или комплектующих изделий. В результате себестоимость выпущенной и проданной продукции искусственно (но вполне легально) завышается, прибыль занижается. Метод FIFO (first-in-first-out) предполагает, напротив, учет стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции (включаемой в затраты по ней в отчета о прибылях и убытках) по низким ценам самых ранних закупок, что уменьшает в отчете о прибылях и убытках издержки и увеличивает объявляемую прибыль. Возможен и метод «скользящей средней», когда в отчете о прибылях и убытках стоимость того или иного покупного товара исчисляется по средней цене его партий, закупленных в разное время, взвешенной на их объемы. Выбор этих трех методов учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции осуществляется самим предприятием (в порядке составной части своей системы бухгалтерского учета), применительно к конкретному продукту. При обновлении продукции (даже формальном) ситуация выбора возникает вновь. Выбирая метод LIFO (например, для экономии на налогах на прибыль) или метод FIFO (например, для улучшения публикуемых показателей прибыли увеличения своей финансовой привлекательности в глазах потенциальных инвесторов накануне размещения новых выпусков акций), предприятие, по сути, может серьезно исказить действительную картину своего финансового состояния через показатель объявляемой прибыли.

Применяя метод дисконтированного денежного потока, можно оперировать в расчетах либо так называемым денежным потоком для собственного капитала либо бездолговым денежным потоком.

Денежный поток для собственного капитала (полный денежный поток работая с которым можно непосредственно оценивать рыночную стоимость собственного капитала предприятия (что и представляет собой рыночную

стоимость последнего), отражает в своей структуре планируемый способ финансирования стартовых и последующих инвестиций, обеспечивающих жизненный цикл продуй (бизнес-линии). Иначе говоря, этот показатель дает возможность определить сколько и на каких условиях будет привлекаться заемных, для финансирования инвестиционного процесса, средств. Применительно к каждому будущему периоду в нем учитываются ожидаемые прирост долгосрочной задолженности предприятия (приток вновь взятых займы кредитных фондов), уменьшение обязательств предприятия (отток средств вследствие планируемого на данный будущий период погашения части основного долга по ранее взятым кредитам), выплата процентов I кредитам в порядке их текущего обслуживания.

Коль скоро доля и стоимость заемных средств в финансировании бизнеса (инвестиционного проекта) здесь учтена уже в самом прогнозируемом денежном потоке дисконтирование ожидаемых денежных потоков, если это «полные денежные потеки», может происходить по ставке дисконта, равной требуемой инвестором (с учетом рисков) доходности вложения только его собственных средств - т. е. по так называемой ставке дисконта для собственного капитала, которая в дальнейшем («по умолчанию») будет называться просто «ставкой дисконта».

Бездолговой денежный поток не отражает планируемого движения и стоимости кредитных средств, используемых для финансирования инвестиционного процесса. Поэтому если в расчетах оперируют с ним, то тогда (чтобы хотя бы на момент вероятного предложения предприятия к продаже, в статике, отразить долю и стоимость привлеченных в него заемных средств) дисконтирование ожидаемых по инвестиционному проекту (на разных стадиях жизненного цикла бизнеса) денежных потоков должно производиться по ставке, равной средневзвешенной стоимости питала данного предприятия. При этом получаемая при суммировании дисконтированных бездолговых денежных потоков ожидаемая остаточная стоимость предприятия окажется оценкой стоимости всего инвестированного в предприятие, к моменту его перепродажи, капитала. Другими

словами, для оценки стоимости его собственного капитала (т. е. рыночной стоимости предприятия как такового) необходимо будет еще вычесть планируемую на рассматриваемый момент долгосрочную (выходящую за пределы финансового периода, служащего размером «шага» во времени в данном анализе) задолженность предприятия.

Денежный поток для [оценки] собственного капитала (полный денежный поток) может прогнозироваться двояким образом:

Непосредственно из анализа сроков, величин и условий платежей и поступлений предусмотренных заключенными закупочными, сбытовыми, трудовыми, арендными, кредитными и прочими договорами, если срок их действия полностью обеспечивает весь жизненный цикл рассматриваемых бизнес-линии или продукта (что вероятно лишь для достаточно краткосрочных проектов, по которым имеются хотя бы проекты соответствующих контрактов); на основе оценки потребности в инвестициях и прогноза будущих текущих доходов и расходов предприятия.

Наиболее реалистично, конечно, отталкиваться от ожидаемых прибылей (убытков) рассчитывая на возможность планировать будущие остатки средств на счете непосредственно из анализа заключаемых договоров. Тогда денежный поток в определенном будущем периоде t (по состоянию на конец его - реже на середину) может быть выражен так:

«Денежный поток в период t » = «Прибыль (убыток) за период t » + «Износ ранее закупленных и созданных основных фондов (амортизационные отчисления за период t)» - «Процентные выплаты в период t по кредитам» - «Налог с прибыли» - «Инвестиции период t » + «Прирост долгосрочной задолженности за период t » - «Уменьшение срочной задолженности за период t » - «Прирост собственных оборотных фондов в период t ».

Заметим, что под приростом собственных оборотных фондов здесь понимается увеличение запасов сырья и материалов, незавершенного производства, а также запаса готовой, но нереализованной или неоплаченной продукции - т. е. всего того, в чем оказались связанными собственные оборотные

средства и направленные на их пополнение денежные ресурсы. Обратим также внимание на то, что движение краткосрочной задолженности в приведенной формуле не учитывается, так как считается, что ее оборот «уложился» в оборот средств предприятия, имевший место внутри соответствующего отчетного периода (проценты же за нее оказались учтенными при калькуляции себестоимости продукции).

Структура формулы полного денежного потока достаточно проста: с минусом в ней обозначены реально уходящие с предприятия средства, с плюсом - поступающие средства. Единственным исключением предстает износ основных фондов (амортизационные отчисления на их износ): появление этого показателя в формуле денежного потока означает лишь то, что, прибавляя его величину к объявляемой бухгалтерской прибыли, мы как бы «восстанавливаем справедливость» и компенсируем то, что в составе уже учтенных при расчете прибыли бухгалтерски отражаемых затрат (себестоимости) фигурировали амортизационные отчисления на износ основных фондов, которые тем не менее не подразумевают реального ухода средств с предприятия (они лишь зачисляются в амортизационный фонд того же предприятия).

Бездолговой денежный поток может быть оценен по аналогичной с приведенной выше формулой - с той разницей, однако, что в ней будут отсутствовать процентные выплаты, прирост и уменьшение долгосрочной задолженности.

Решающим элементом денежного потока в любом его виде является ожидаем.: прибыль от реализации продукта. В общем виде формула для ее прогноза на период t выглядит так:

$$\Pi_t = P_t * Q_t * \sum_{k=1}^k P_{tk} * Q_{tk} - W_{t1},$$

где Π_t - прибыль от реализации продукта предприятия в период t ;

P_t - ожидаемая цена реализации продукта в период t ;

Q_t - планируемое количество продаж продукта предприятия по цене P в период t ;

$k = 1, \dots, k$ - множество покупок ресурсов (включая рабочую силу разной

квалификации), необходимых для выпуска продукта (k - номер покупного ресурса, k - их общее количество);

P_{tk} - цена приобретения покупного ресурса с номером k в период t ;

Q_{tk} - объем (в натуральном выражении) покупного ресурса с номером k , необходимы;- для выпуска финального продукта в количестве Q ;

W_{t1} - ожидаемые в период t накладные расходы (для однопродуктового венчурного предприятия могут быть нулевыми).

Информация о возможных P_t во взаимосвязи с Q_t может быть получена в маркетинговых исследованиях прогнозируемого спроса (его емкости и ценовой эластичности) на осваиваемый продукт. Сведения о вероятных P_{tk} должны быть представлены в результате маркетинговых исследований сегодняшнего и будущего предложения соответствующих покупных ресурсов. Величины же Q_t подлежат оценке из представлений (которыми необходимо обладать менеджерам предприятия) о располагаемой предприятием технологии выпуска продукта (матрица значений Q_{tk} для разных ресурсов и разных последующих периодов использование этой технологии должна быть достаточно точно экспертно оцениваема - с учетом планируемой о мере освоения выпуска продукта экономии материальных энергетических и трудовых ресурсов).

Как денежный поток для собственного капитала, так и бездолговой денежный поток могут быть, в свою очередь, номинальными (в ценах будущих периодов) или реальными (в ценах базисного периода, т. е. периода, когда составляется соответствующий прогноз).

Прогноз номинальных денежных потоков требует оценки того, как будут по отдельности меняться цены на все покупные для продукта ресурсы и цены на сам осваиваемый продукт. При этом пытаются учесть инфляционные ожидания (ожидаемый темп инфляции), которые, вероятнее всего, будут разными на рынках разных товаров и услуг. Иначе говоря, прогнозируя номинальные денежные потоки, в ожидаемые цены покупных ресурсов и продукта закладывают разные темпы инфляционного роста (что естественно, так как общая инфляция всегда отражает средний по различным товарам и услугам рост цен). Пытаются

определить, по каким будущим действительным ценам (включающим в себя как накопленную к моментам планируемых продаж и закупок инфляцию, так и инфляционные ожидания на период после этих моментов) станут осуществляться продажи и закупки.

Очевидно, работа с номинальным денежным потоком может обеспечить более высокую точность инвестиционных расчетов - при условии, однако, что оценщик действительно хорошо ориентируется в текущей и ожидаемой конъюнктурах на рынках сбыта осваиваемого продукта и рынках потребных для него покупных ресурсов опирается на соответствующие представительные маркетинговые исследования данных рынков, представляет себе влияние будущей конкуренции (просчитывает эффект наличия у себя определенных конкурентных преимуществ). Если же он лишь приблизительно ориентируется в указанных конъюнктурах (необходимые маркетинговые исследования не проводились), то использование номинального денежного потока способно внести в инвестиционный расчет еще большую ошибку.

Тогда метод дисконтированного денежного потока следует реализовывать, прогнозируя по осваиваемой продуктовой линии реальные денежные потоки. Они представляют собой ожидаемые в периоды t сальдо поступлений и платежей продажам продукта и закупкам ресурсов, которые будут оцениваться в ценах базисного периода (на момент проведения оценки). Это не означает, что цены, закладываемые в прогноз будущих денежных потоков, будут неизменными. Они должны для разных будущих периодов t быть разными, но только в той мере, в какой начальная цена (без включения в ее изменение «резерва» на ожидаемую инфляцию) окажется зависимой от прогнозируемых сдвигов в спросе на продукт или в предложении совокупного ресурса.

Собственная, вне зависимости от инфляции, изначально планируемая предприятием ценовая политика (например, в части удержания цены на новый продукт с завоевания рынка ниже себестоимости продукта, временно повышенной в период освоения, а затем увеличения, при прочих равных, этой цены и сохранения ее на определенном уровне в течение достаточно долгого времени, при

ожидаемом снижении себестоимости продукта по мере накопления опыта его выпуска - так называемая «зонтичная» плановая динамика цены предприятия - пионера нового продукта) также может быть учтена при определении будущих цен реализации продукта, исчисленных в ценах базисного периода.

Уже в связи с выбором типа денежного потока, который будет использоваться при оценке текущей остаточной стоимости продуктовой линии (бизнес-линии) на момент предполагаемой перепродажи предприятия, сразу отметим, что закладываемый в расчет тип денежного потока должен однозначно определить («забегая вперед») тип адекватной применяемому виду денежного потока ставки дисконта, по которой следует дисконтировать прогнозируемые по продукту денежные потоки.

Если работают с номинальным денежным потоком, учитывающим при расчете ожидаемых прибылей цены в их прогнозируемой действительной величине (включая инфляционный рост цен), то и ставка дисконта должна быть номинальной, т. е. включающей в себя средние за срок полезной жизни проекта (осваиваемой продуктовой линии) в расчете на единичный период t инфляционные ожидания. Если денежные потоки планируют как реальные (в ценах базисного периода), то ставка дисконта также должна быть «очищена» от инфляционных ожиданий.

Используя в инвестиционных расчетах денежный поток для собственного капитала, в качестве ставки дисконта достаточно применять номинальную или реальную (в зависимости от того, какие - номинальные либо реальные - будущие денежные потоки оцениваются) безрисковую ставку процента (на практике - соответствующую ставку по государственным долгосрочным облигациям), которая согласно приводимым ниже методам, с целью приведения безрисковой ссудной альтернативы инвестирования той же суммы стартовых инвестиций к сопоставимому с обсчитываемым проектом уровню рисков наращивается на величину принятых на рынке премий за риски данного проекта. Эта ставка и называется ставкой дисконта для оценки собственного капитала предприятия. Она рассматривалась в предыдущем разделе.

По той причине, что размер и стоимость заемных средств, привлекаема для финансирования инвестиций по проекту, уже учтены в расчете самих прогнозируемых денежных потоков, в ней не принимается во внимание разная стоимость использования собственного и заемного капитала предприятия.

Таким образом, если использовать в качестве измерителя ожидаемых с бизнес доходов A_t денежные потоки для собственного капитала, то, согласно методологии; доходного подхода, оценочная рыночная стоимость бизнеса $Ц$ окажется равной:

$$Ц = PV_{\text{ост}} = \sum_{t=1}^n PV(\text{ДП}_t) = \sum_{t=1}^n (\text{ДП}_t / (1+i)^t),$$

где ДП_t - прогнозируемые по бизнесу на будущий год (квартал, месяц) t денежные потоки для собственного капитала;

i - ставка дисконта, учитывающая риски бизнеса и определенная, например, согласно модели оценки капитальных активов или по методу кумулятивного построения ставка дисконта.

Когда предметом оценки выступает предприятие, осуществляющее бизнес но имеющее, кроме того, избыточные для этого бизнеса активы («нефункционирующие активы», которые, однако, не только не функционируют на момент оценки но и не нужны для него в будущем, не обуславливают в течение срока n ожидаемые с него денежные потоки, уже включенные в расчет показателя $PV_{\text{ост}}$), то к отраженной выше величине должна быть добавлена их рыночная стоимость НФА^* :

$$Ц = \sum_{t=1}^n (\text{ДП}_t / (1+i)^t) + \text{НФА}^*.$$

Для наиболее общего случая, когда оцениваемое предприятие ведет несколько бизнесов (выпускает несколько видов продукции) с номерами j ($j = 1, \dots, J$) и имеет, кроме того, избыточные для всех них активы, оценочная рыночная стоимость предприятия может быть представлена как сумма рыночных стоимостей его бизнесов плюс рыночная стоимость избыточных для них активов:

$$Ц = \sum_{j=1}^J \sum_{t=1}^n (\text{ДП}_t / (1+i)^t) + \text{НФА}^*.$$

Если часть имущества предприятия лишь временно не нужна для ведущихся им бизнесов, то ее нельзя включать в состав показателя НФА^* , так как это устранил возможность учитывать при расчете стоимости бизнесов те доходы, на

которые полагаются в будущем после начала использования лишь временно не нужных активов. В подобных ситуациях следует попытаться включить в множество бизнес-линий предприятия сдачу временно избыточных активов в аренду (лизинг).

Определение ставки дисконта для дисконтирования бездолговых денежных потоков методом средневзвешенной стоимости капитала)

В тех случаях, когда по каким-либо причинам невозможно планировать денежные потоки по продуктовой линии с учетом движения заемных средств (конкретный способ финансирования инвестиций, которые намечаются в будущие периоды t начиная со стартовых инвестиций, еще не проработан, все соответствующие кредитные соглашения не подготовлены, кредиторы лишь только приглашаются профинансировать бизнес (проект) по компенсирующим их риски ставкам), сравнительную стоимость заемного и собственного капитала следует отразить хотя бы в ставке дисконта.

При этом текущая стоимость бизнеса в случае получения такой оценки на основе ожидаемых бездолговых денежных потоков предполагает, что:

- из предварительной оценки текущей стоимости ожидаемых бездолговых денежных потоков с бизнеса, полученной на основе их дисконтирования по особой (рассматриваемой далее) ставке дисконта, должна быть вычтена сумма задолженности предприятия по кредитам, взятым им еще до момента оценки проекта;
- на протяжении срока реализации проекта доля его кредитного финансирования (в том числе за счет новых кредитов) и ставка процентов по кредитам (новым) не меняются по сравнению с моментом оценки проекта - допущение, которое, возможно, фактически окажется слишком грубым.

Согласно методу средневзвешенной стоимости капитала, ставка дисконта для дисконтирования бездолговых денежных потоков представляет собой минимально требуемую норму отдачи на единицу (рубль, доллар) смешанного (собственного заемного) финансирования проекта.

В части собственного финансирования проекта эта минимально требуемая норма отдачи с каждой собственной копейки (цента), рубля (доллара) указанного смешанного финансирования представляет собой восстановление потерянного дохода от неиспользования единицы собственных средств для инвестирования в сопоставимую по рискам альтернативу капиталовложений.

Иначе говоря, минимально требуемая норма отдачи с доли собственного фиксирования единицы стоимости бизнеса равна ставке дисконта для [оценки изменения] собственного капитала инвестора, определенной согласно наиболее адекватному в конкретной ситуации варианту из числа описанных выше.

ожидаемых от бизнеса дисконтированных бездолговых денежных потоков (представляющей собой в этом случае оценку стоимости всего капитала, инвестированного в предприятие к данному моменту) будет вычтена задолженность (заем капитал ЗК) осуществляющего бизнес предприятия, которую оно имеет на мс оценки:

$$СК = Ц = \sum_{t=1}^n (ДП_{\text{бдт}} / ((1+i)^t - ЗК)).$$

§ 2. Метод капитализации неопределенно длительного постоянного дохода

Для приблизительной и предварительной быстрой оценки (экспресс-оценки) долгосрочных бизнесов часто используют следующий прием, который и называется методом прямой капитализации дохода или просто капитализацией дох (в данном случае не важно, измеряется ли ожидаемый с бизнеса доход денежными потоками или прибылями).

При этом делаются два допущения:

1. Ожидаемые от бизнеса доходы постоянны; практически это означает, что их берут на уровне средних в год (квартал, месяц) $A_{\text{ср}}$ стабилизированных величин
2. Считают, что срок получения таких доходов - неопределенно длительный (как бы «стремится к бесконечности»).

В расчете на эти два допущения формула остаточной текущей стоимости $PV_{\text{ост}}$ бизнеса, которую в рамках доходного подхода к оценке бизнеса принимают (без учета избыточных активов) за его обоснованную рыночную цену Ц, чисто математически вырождается в следующую формулу (что можно проверить, выразив лимит приводившейся выше формулы $PV_{\text{ост}}$ при $n \rightarrow \infty$):

$$PV_{\text{ост}} = Ц = A_{\text{ср}} / i,$$

где i - учитывающая риски бизнеса ставка дисконта.

Оценка бизнеса по приведенной формуле может использоваться не только как сугубо предварительная оценка тогда, когда изложенные выше допущения действительно отвечают реальному характеру уровня и динамики доходов с

бизнес. Так, она вполне приемлема для определения стоимости привилегированных, с гарантированными постоянными дивидендами, акций, срок жизнедеятельности которых не определен. Кроме того, действительно могут существовать реальные бизнесы, обеспечивающие постоянный доход на неопределенно длительное время. Например, бизнес по продаже (с исчислением дохода в постоянных ценах) сена из трав, скашиваемых собственными силами в пойме реки, где естественным образом воспроизводится плодородие.

Однако в основном капитализация постоянного дохода - это приблизительная или предварительная его оценка. Она особенно разумна, если величина A_{cp} представляет собой хорошую среднюю по уже стабилизированным денежным потокам ловившегося бизнеса.

Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного срока (модели Инвуда, Хоскальда, Ринга)

Предварительная оценка бизнеса (его экспресс-оценка) может оказаться гораздо более точной, если снять одно из двух весьма грубых допущений, используемых капитализации постоянного (среднего) дохода, который будто бы можно полу-: бизнеса в течение неограниченно длительного периода времени, а именно: допущение о неограниченно длительном сроке полезной жизни бизнеса, да бизнес оценивается как приносящий некоторый постоянный (на уровне его) доход A_{cp} , однако срок n бизнеса (количество лет, кварталов или месяцев, в течение которых можно получать этот доход) фиксирован.

К минимально требуемой доходности с каждого рубля вложений в такой бизнес естественно предъявить требование, чтобы он приносил за единичный период (год, квартал, месяц) столько же, сколько может приносить сравнимая по рискам (пускаемая при невложении рубля ограниченных средств) инвестиционная альтернатива (i), плюс обеспечил бы возврат вложенных средств - так, как это было бы если бы инвестиция делалась в сопоставимую по рискам облигацию, которую можно, после истечения срока n , перепродать, если этот срок меньше срока до ее погашения - но перепродать с дополнительной прибылью, еще раз возмещающей затраты на ее приобретение.

Иначе говоря, применительно к ограниченному сроку вложения средств в рассматриваемый бизнес наряду с нормой текущего дохода с него (ставкой дисконта i) в ином случае в определение оценочной (обоснованной рыночной) стоимости бизнеса вводится норма возврата капитала, а точнее - норма накопления средств для возврата капитала ($i_{\text{возвр}}$) путем повторной его перепродажи.

Именно их сумма представляет собой общую норму постоянного дохода с рубля капиталовложения в подобный бизнес, которая должна применяться для капитализации ограниченного во времени (сроком n) постоянного дохода с бизнеса, капитализация постоянного дохода, получаемого за ограниченный период времени, является методом оценки некоторых вполне реальных бизнесов, которые способны обеспечивать в течение определенного количества лет (кварталов, месяцев действительно постоянный доход - например, бизнес по сдаче в аренду (с постоянной арендной платой) недвижимости. Причем после того, как объект недвижимости будет использован для сдачи в аренду, он может быть перепродан - что вполне соответствует схеме доходов в описывавшейся выше инвестиционной альтернативе, т. е. альтернативном способе вложения тех же средств, что используют-1я покупки бизнеса на основе недвижимости.

Возможные формулы капитализации получаемого за ограниченный срок n полного дохода $A_{\text{ср}}$ можно представить в виде следующих моделей:

Глава 4 Рыночный подход к оценке бизнеса

§ 1. Краткая характеристика

Рыночный подход к оценке бизнеса реализуется тремя методами оценки, к которым относятся:

- метод рынка капитала;
- метод сделок;
- метод «отраслевой специфики».

Общая методология рыночного подхода к оценке бизнеса сводится к следующему:

- объектом оценки является некая закрытая компания или формально открытая компания, чьи акции недостаточно ликвидны (так что нет оснований верить в рыночную стоимость ее акций, получаемую на основе только лишь котировок, средних цен предложения и спроса на акции по несостоявшимся сделкам и фактическим ценам сделок с акциями этой компании, которые имели место редко и давно);
- среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями отыскивается компания-аналог (ближайший аналог);
- за основу берется рыночная (непосредственно наблюдаемая на фондовом рынке) стоимость акций компании-аналога и общего их количества, находящегося в обращении (последнее является рыночной оценкой компании-аналога, которую предоставляют сами фондовые рынки);
- с учетом различных корректировок на оцениваемую компанию переносится соотношение между истинной рыночной ценой компании-аналога и объявляемыми финансовыми результатами ее деятельности (а также объявляемой структурой ее капитала), которые служат главным фактором, определяющие «мнение» фондового рынка о рыночной стоимости компании-аналога;
- указанное соотношение умножается на соответствующие показатели текущих финансовых результатов (а также структуры капитала)

оцениваемой компании - тем самым оценивается предположительная стоимость рассматриваемой закрытой компании, которая наблюдалась бы на фондовом рынке если бы ее акции были на этом рынке размещены и достаточно ликвидны (при предположении о том, что аналогичные компании на финансово прозрачных рынках должны иметь приблизительно одинаковые соотношения объявляемых финансовых результатов и их рыночной стоимости).

Описанный подход, конечно, несколько завышает стоимость оцениваемой компании, так как все же ее акции фактически неликвидны, что особенно важно для держателей мелких пакетов акций, которые не имеют достаточного влияния на менеджеров компании, чтобы договориться с ними о выкупе компании своих акций в случае, когда акционерам нужно будет перевести свои средства в другой бизнес извлечь их из бизнеса для целей потребления.

Важно заметить также, что рыночный подход адекватен оценке предприятия как действующего, потому что используемая в нем для оценки компания-аналог является действующей и оценивается фондовым рынком как действующая.

Чем более развит и финансово «прозрачен» (т. е. опирается на широко публикуемую и надежно аудируемую информацию о компаниях, чьи акции торгуются на фондовый рынок страны, тем более оценки, получаемые на основе рыночного подхода к оценке бизнеса, отвечают требованиям стандарта обоснованной рыночной стоимости бизнеса.

Метод рынка капитала

Метод рынка капитала заключается в том, чтобы, опираясь на текущие или прогнозные (на момент ожидаемой перепродажи) оценки величин чистой (за вычетом задолженности) балансовой стоимости, прибыли или денежного потока (сальдо «реальных денег») рассматриваемого предприятия, определить его обоснованную рыночную стоимость по аналогии с соотношением в настоящее время этих показателей и цен на акции (фактически реализованные в составе многочисленных мелких перепродававшихся пакетов акций) у сходных (принадлежащих к той же отрасли) предприятий. При этом в качестве сходных

предприятий берутся фирмы данной отрасли, чьи акции ликвидны и достаточно надежно котируются на биржевом или внебиржевом фондовом рынке.

По сходным предприятиям в форме открытых акционерных обществ информация активах, прибылях и производном от них показателе денежного потока (о способах его расчета здесь смотри ниже) каким-либо образом публикуется и доступная оценщику (например, в виде издаваемых открытыми акционерными обществами финансовых отчетов и проспектов эмиссии - либо в форме копий финансовых отчетов, которые по запросам «общественности» открытые акционерные общества по закону обязаны предоставлять).

Очевидно, что подбор фирм, сходных с оцениваемым предприятием, должен отвечать определенным критериям - так, чтобы выдерживалась та же, что и у оцениваемого предприятия, доля профилирующего аналогичного продукта, размер предприятия, чтобы сходными с ним были стадия жизненного цикла фирмы, рынки сбыта, территориальное местоположение, структура собственного и заемного капитала и др.

На базе информации о сходных фирмах рассчитываются так называемые «мультипликаторы» (коэффициенты) - «цена/чистая балансовая стоимость», «цена/прибыль» и «цена/денежный поток» (могут даже существовать предприятия, специализирующиеся на мониторинге и продаже данных об этих коэффициентах) в той или иной форме.

Эти мультипликаторы представляют собой взятое за максимально возможный период (на основании времени, за которое по данным фирмам осуществлялись рыночные котировки) отношение цены акций сходных с оцениваемым предприятием фирм соответственно к их чистой (за вычетом показанной в балансе кредиторской задолженности) балансовой стоимости, прибыли или денежному потоку (в простейшем варианте вычисляемому на базе объявленной прибыли, произведение амортизационных отчислений, уплаченных налогов на прибыль и процентов о долгосрочным кредитам). При этом мультипликатор «цена/прибыль» может рассчитываться применительно как к балансовой прибыли, так и к прибыли после налогообложения либо до налогообложения, но после уплаты процентов по

долгосрочным кредитам.

Указанные ценовые соотношения могут рассчитываться и так, что текущая цена акций компании-аналога относится к последнему опубликованному показателю финансовых результатов деятельности компании-аналога. Более того, если иное не оговорено специально, то именно такой способ соотнесения цены акции компании-аналога и ее финансовых результатов, как правило, и имеется в виду.

Алгоритм метода рынка капитала сводится к следующему.

Шаг 1. Поиск компании-аналога проводится в два этапа.

Формирование списка «компаний - кандидатов на аналогичность», в который включаются предприятия, специализирующиеся на той же продуктовой группе, что и оцениваемая компания (согласно таким классификаторам товаров и услуг как «Standard Industrial Classification» (New-York, UNO, 1981). Организации Экономического Сотрудничества и Развития или Единая гармонизированная систем классификации продукции, принятая в СССР в 1991 г.; оба указанных классификатора выделяют продуктовые группы, которые отражаются кодом из четырех чисел - так что классификация продуктовых групп оказывается весьма детальной и характеризующиеся ее долей в общем стоимостном объеме выпуска не меньшей, чем у оцениваемой фирмы. На этом этапе, таким образом, в качестве первичного критерия отбора компании-аналога используется критерий той же отраслевой принадлежности, что и у оцениваемого предприятия.

Отсеивание из сформированного описанного выше списка «компаний - кандидатов на аналогичность» предприятий, не удовлетворяющих существенным дополнительным критериям сопоставимости оцениваемой и аналогичной фирм. К этим критериям относятся: а) размер предприятия; б) структура капитала фирмы (доля заемного капитала); в) рынки сбыта и закупок; г) стадия жизненного цикла предприятий (продукта, на котором они специализируются); д) территориальное местоположение (влияющее на транспортные издержки); е) степень независимости от финансово-промышленных групп (или вхождение в одни и те же группы); ж) индивидуальные особенности применяемой системы

бухгалтерского учета.

Шаг 2. Взятие наблюдаемой на фондовом рынке стоимости $p_{ан}$ одной акции компании-аналога и умножение ее на количество ее акций, находящихся в обращении ($N_{обр}$), т. е. учитываемых фондовым рынком («находящихся в рыночной игре») - с получением таким образом истинной рыночной стоимости $\Pi_{ан}$ компании-аналога:

$$\Pi_{ан} = p_{ан} * N_{обр} ,$$

где $N_{обр} = N - N_{вык} - N_{неразм}$;

N - общее количество акций компании-аналога;

$N_{вык}$ - число акций, выкупленных компанией-аналогом;

$N_{неразм}$ - количество акций компании-аналога, выпущенных ею, но еще не размещенных на рынке (все указанные данные берутся из публикуемого финансового отчета открытой компании-аналога).

Шаг 3. Составление по компании-аналогу ценовых соотношений (ценовых мультипликаторов) типа «Цена/Прибыль», «Цена/Прибыль до процентов и налогов», «Цена/Прибыль до налогов», «Цена/Денежный поток», «Цена/Прибыль до процентов и налогов плюс отчисления на износ», «Цена/Балансовая стоимость компании», где «цена» - это рыночная цена компании-аналога, совпадающая с показателем $\Pi_{ам}$.

Шаг 4. Вычисление оценочной стоимости ($\Pi(Ж)$) рассматриваемой компании - предмета оценки как произведения одного из переносимых на нее полученных для компании-аналога ценовых соотношений, синтезированных на шаге 3, на соответствующую ему базу, т. е. на показатель оцениваемого предприятия, совпадающий знаменателем используемого по компании-аналогу ценового соотношения. Например:

$\Pi_{ок} = \text{Прибыль до процентов и налогов оцениваемой компании} * (\text{Цена компании-аналога} / \text{Прибыль до процентов и налогов компании-аналога}).$

Общая идея данного метода сводится к тому, что, оценивая сегодняшнюю или прогнозируемую будущую рыночную стоимость предприятия, эту еще не подтвержденную рынком стоимость определяют по аналогии с рыночной

стоимостью котируемых на фондовом рынке аналогичных предприятий (как правило, открытых акционерных обществ), по которым уже выявились относительно устойчивые соотношения, характеризующиеся соответствующими мультипликаторами. Фондовый рынок как бы помогает оценить предприятие, которое само еще на нем не появилось (очевидно, это возможно лишь при условии достаточной степени развитости и стабильности самого фондового рынка в части акций фирм конкретной отрасли).

Ценовые мультипликаторы в методе рынка капитала (название метода исходит того, что предпочтительнее включить в выборку компаний-аналогов пусть и всего лишь одну фирму, но зато действительно аналогичную оцениваемому предприятию) применяются с корректировкой на соотношение их чистой балансовой стоимости, прибыли или денежного потока по сравнению с величиной акционерного капитала у компаний-аналогов (так что эта корректировка уже содержится в самом значении мультипликатора).

2. учетом приведенных выше комментариев оценка текущей или будущей (по истечении прогнозного периода реализации представленного бизнес-плана) стой-

Наиболее универсальным, но и наиболее сложным и проблематичным (в части требующейся детальной информации по спросу на осваиваемый продукт и по конъюнктуре предложения покупных ресурсов для него) методом оценки бизнеса, который может быть применен в анализируемой финансовой ситуации, является метод дисконтированного денежного потока.

§3. Метод сделок

Если метод компании-аналога подразумевает расчет и использование мультипликаторов, которые рассчитаны по ценам акций в составе фактически продававшихся контрольных пакетов сходных фирм, то подобная разновидность указанного метода называется методом сделок.

Цена $P_{ан}$ в алгоритме рынка капитала, если он превращается в метод сделок, определяется как цена акции компании-аналога, которая наблюдалась относительно недавно при купле-продаже не контрольных, но настолько крупных пакетов акций компаний-аналогов, что их приобретение давало возможность покупателю акций ввести в состав совета директоров этих компаний своих представителей.

Метод сделок, таким образом, учитывает те сделки с пакетами акций компании-аналога, которые характеризуются как сделки слияния и поглощения.

Этот метод нацелен на определение стоимости оцениваемой компании в расчете на приобретение крупных ее долей. Иначе говоря, он дает оценку, рассматриваемого предприятия «глазами его нового хозяина» - с учетом «премии за контроль», которая содержится в цене одной акции, если она приобретается в составе крупной доли предприятия.

Практические возможности для использования этого метода предоставляю: гораздо реже (в силу относительно малой частоты сделок с контрольными пакетами) и предполагают оценку стоимости предприятия с точки зрения владельца контрольного пакета.

В ситуациях, когда именно эта оценка и нужна, добавление «премии за контроль» уже излишне. Наоборот, при переходе к оценке неконтрольного пакета (участия меньшинства) от оценки, первоначально полученной методом сделок,

становится необходимым уменьшить первоначальную оценку на так называемую «скидку за неконтрольный характер пакета». Она, как и «премия за контроль», которая также может достигать 35-40%, но обычно бывает меньше - 20-25%.

Метод сделок сводится к тому же алгоритму, что метод рынка капитала - с тем различием, что применяемые мультипликаторы, как упомянуто выше, вычисляются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными пакетами.

§ 4. Метод отраслевой специфики

Метод отраслевой специфики является такой модификацией метода рынка капитала (предусматривая и его алгоритм), в которой ценовым мультипликатором выступает соотношение «Цена/Валовой доход» (то же самое - «Цена/Выручка», «Цена/Объем реализации»).

Соответственно на шагах 3 и 4 алгоритма метода рынка капитала используется мультипликатор и валовый доход оцениваемой компании в качестве базы, на которую для получения определяемой стоимости данной компании множится указанный мультипликатор.

Уже название этого метода показывает, что его применимость ограничена специфическими отраслями - теми, в которых действительно наблюдается достаточно надежная корреляция между рыночной стоимостью компаний с ликвидными акциями и объемом реализации ими продукции (их продажами).

Таковыми отраслями в основном являются отрасли топливно-сырьевого комплекса, а также прочие конкурентные отрасли с явно выраженным стандартизированным продуктом, где динамика прибылей определяется в первую очередь не обновлением продукта, а успехом в поддержании и расширении доли на рынке, количества продаж стандартизированного продукта. При этом учитываемые прибыли тщательно отличаются от денежных потоков предприятий отрасли, так как на обновление продукта и на поддержание производственных мощностей инвестиции (неучитываемые в анализе текущих прибылей и убытков) осуществляются сравнительно редко.

Глава 5

Имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса - метод накопления активов

Имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса реализуется преимущественно методом накопления активов. При этом предметом оценки чаще всего выступает оценка рыночной стоимости фирмы (рыночной стоимости собственного капитала или ста процентов акций, долей фирмы, рыночной капитализации фирмы - это все синонимы).

§ 1. Методология имущественного (затратного) подхода к оценке

Использование метода накопления активов предполагает оценку предприятия по сумме рыночной или ликвидационной, но не балансовой (остаточной) стоимости его активов - за вычетом (в простейшем случае) совокупной кредиторской задолженности фирмы (заемного капитала предприятия) на момент ее оценки.

Последняя уменьшает стоимость предприятия, потому что любому инвестору купившему предприятие, например, в расчете на выручку от продажи имущества ликвидируемого предприятия, не удастся получить с предприятия весь доход продажи им своего имущества. Причитающаяся к распределению инвестору прибыль будет уменьшена на сумму, необходимую для погашения обязательств (задолженности) фирмы.

Иначе говоря, согласно «идеологии» этого метода, оцениваемое предприятие скит столько, сколько стоит его имущество (за вычетом задолженности фирмы).

Подчеркнем, что остаточная балансовая стоимость активов предприятия, как велика она ни была, не имеет никакого отношения к делу. Ведь остаточная балансовая стоимость активов предприятия зависит от таких факторов, как: 1) время покупки либо создания собственными силами того или иного актива (и изменен; с тех пор конъюнктуры и цен рыночного равновесия на рынках аналогичного имущества); 2) метод амортизации этого актива предприятием, который мог выбираться произвольно среди методов прямолинейной равномерной амортизации, методе i ускоренной или замедленной амортизации - как, например,

метод «уменьшающегося остатка», метод «суммы чисел», «производственный» метод амортизации и т. д. (при разных методах амортизации остаточная балансовая стоимость актива зависит от того, как определялись отчисления на износ в предыдущие годы); 3) накопившаяся за период после постановки актива на баланс инфляция (обеспечивающая имущество).

§ 2. Применимость метода накопления активов

Метод накопления активов адекватен в большей мере оценке предприятия как ликвидируемого (т. е. цели оценки ликвидационной стоимости предприятия), так сколько в этом случае для перекупающего предприятие инвестора (инвесторов) отдача от вложенных в приобретенное предприятие средств примет форму выручки получаемой в результате продажи оцениваемых активов. Причем если эта продажа будет проводиться (при добровольной ликвидации предприятия с погашением текущих обязательств) в не ограниченные каким-либо жестким временем сроки, то следует опираться на оценку «разумной» рыночной стоимости активов. Если же сроки продажи во времени жестко ограничены (при принудительной ликвидации предприятия), то оценка суммарной стоимости активов предприятия должна основываться на ликвидационной (в расчете на срочную продажу) стоимости соответствующего имущества.

Исключением могут выступать ситуации, когда метод накопления активов применяется для оценки предприятий с повышенной долей финансовых и нематериальных активов. Тогда этот метод вполне адекватен также и оценке предприятия как действующего. Причины здесь в том, что:

- если у предприятия много финансовых активов в виде достаточно крупных акций других предприятий, то стоимость такого предприятия (например, холдинговой компании) определяется стоимостью дочерних или подконтрольных фирм (где у оцениваемого предприятия имеются пакеты акций, позволяющие ему хотя бы участвовать в контроле над текущими операциями, опираясь на представительство в советах директоров) как действующих предприятий, которые, как правило, будут действовать, пока не сменился их «хозяин» (не сменилась

коалиция владельцев крупных пакетов акций), т. е. неликвидировано рассматриваемое предприятие; в свою очередь, стоимость указанных дочерних или подконтрольных фирм может быть установлена просто как сумма наблюдаемых на фондовом рынке текущих цен их акций, если эти акции достаточно ликвидны - или в результате применения к данным фирмам метода дисконтированного денежного потока с анализом прогнозируемых их доходов от реализации выпускаемой продукции (тогда метод накопления активов, как «матрешка в матрешке», будет подразумевать использование метода дисконтированного денежного потока (см. главу 3));

- если предприятие специализируется на держании достаточно диверсифицированного и дорогого инвестиционного портфеля, состоящего из мелких пакетов ликвидных либо регулярно котируемых корпоративных ценных бумаг(акций и облигаций иных предприятий), а также государственных и муниципальных облигаций, то оценка такого предприятия (например, инвестиционного фонда) по стоимости его портфеля в равной мере не будет предполагать его ликвидации;
- если нематериальные активы предприятия составляют решающую долю его имущества (как, например, у молодых научно-технических предприятий, закрепивших свои права собственности на нематериальные активы типа патентов на изобретения, секретного ноу-хау и т. п.), то стоимость по де активов может проявиться в первую очередь при условии их практического использования (в виде дополнительных, «избыточных» прибылей - см далее) данным предприятием как действующим, но не как их весьма ненадежно прогнозируемая продажная цена.

Особый случай - оценка методом накопления активов молодого предприятия образованного под конкретный инновационный проект (проект освоения новшества в виде новой продукции или технологического процесса), с точки зрения венчурного инвестора согласно стандарту инвестиционной стоимости

предприятия имея в виду, что венчурные инвесторы отличаются именно тем, что принимают решения об инвестировании, опираясь на свой интерес в реализации привлеченного проекта. Метод накопления активов при оценке и прогнозировании стоимости такого предприятия (венчурной фирмы), имеющего пока в основном лишь нематериальные активы, скорее неприемлем.

Объясняется это тем, что к моменту вероятной перепродажи венчурным инвестором своей доли в предприятии (когда венчурная фирма будет лишь начинать зарабатывать прибыли и еще не успеет их реинвестировать в покупку имущества для дальнейшего развития) материальные активы оцениваемого предприятия, по-видимому, не составят сколь-либо значимой величины.

Кроме того, эту величину, следуя методу накопления активов, придется еще уменьшать на размер не погашенной к концу прогнозируемого периода задолженности учрежденного предприятия, которое тогда только приступит к развертыванию своих операций. Следовательно, попытка спрогнозировать рыночную стоимость предприятия, созданного под инновационный проект, на момент ожидаемо: всего лишь начала роста продаж по этому проекту даст заведомо заниженную величину.

Метод накопления активов также вполне адекватен для оценки прогнозной стоимости предприятия как действующего, когда (если не принимать во внимание возможное накопление запасов легко реализуемых сырья и материалов, цены на которые в условиях инфляции растут быстрее общего темпа инфляции) в планируемой к некоторому моменту времени структуре активов предприятия необычно совокупную долю должны будут составить нематериальные активы в виде заключенных выгодных контрактов, закрепленной клиентуры, обученного высококвалифицированного персонала (не имеющего права, согласно заключенным с ним трудовым договорам, в течение определенного времени покинуть предприятие), патентов и охраняемого режимом секретности ноу-хау, других явно выраженных конкурентных преимуществ. Однако оценка стоимости этой части активов, как правило не может быть произведена непосредственно и предполагает, в свою очередь, использование других методов - в первую очередь

метода дисконтированного денежного потока (см. ниже).

Строго следуя методу накопления активов и прогнозируя (посредством прогноза будущей стоимости его активов) будущую стоимость предприятия, начинающего инвестиционный (на базе инноваций) проект, необходимо иметь в виду, что как раз к моменту развертывания продаж нового перспективного продукта (примерно на это время и может прийти прогноз будущей стоимости предприятия) балансовая стоимость активов предприятия - и в целом сумма его баланса как величина активов и пассивов - вероятнее всего, вообще сократится, сделав на первый взгляд предприятие более дешевым.

Это будет вызвано временным выведением из баланса средств, вложенных в те нематериальные активы, которые особенно трудно оценить по их балансовой стоимости вложения в рекламу, не защищенный патентами и не овеществленный в технической документации ноу-хау (в виде появившегося опыта работников, не оцениваемого фактическими инвестициями в специальное обучение персонала) и т.п. Впоследствии подобные инвестиции скажутся на увеличении продаж и прибылей, через капитализацию последних снова увеличат и пассивы, и активы фирмы - но в течение определенного периода все-таки будет иметь место уменьшение баланса и стоимости учитываемых в нем активов предприятия (в Германии подобное явление называют Bilanzverkuerzung).

Метод накопления активов, возможно, применим еще к предприятиям с быстро растущими в цене материальными активами типа запасов высоколиквидных и дефицитных сырья, материалов и пр. Нужно лишь иметь в виду, что оценки по этому методу тогда следует делать на основе прогноза не балансовой стоимости этих активов (она будет резко отставать и от роста указанных, и от инфляции), а их рыночной стоимости (еще лучше - ликвидационной, при срочной продаже, стоимости). Такой прогноз на основе надежных современных рыночных котировок может делаться специалистами соответствующих товарных рынков (например, биржевыми и внебиржевыми брокерами, крупными компаниями оптовой торговли). Получение необходимого по качеству прогноза будущей рыночной или ликвидационной стоимости даже

такого рода ликвидных материальных активов затруднено - если, конечно, не будет (практически случайно) обнаружено параллельно делавшееся и публиковавшееся специальное научное исследование (или если не будет размещен заказ на таковое признанным исследовательским фирмам).

§ 3. Содержание метода накопления активов

Метод накопления активов (оценки накопленных предприятием активов), как следует из его определения, предполагает оценку рыночной стоимости предприятия по рыночной или ликвидационной стоимости его имущества, очищенной от стоимости задолженности предприятия.

Это, в свою очередь, требует переоценки балансовой стоимости (остаточной балансовой по активам, подлежащим амортизации, и первоначальной балансовой по активам, не подлежащим амортизации, - на основе восстановительной балансовой стоимости имущества с учетом проводившихся общенациональных кампаний по переоценке первоначальной балансовой стоимости активов в соответствии с накопившейся инфляцией) на современную рыночную стоимость (последняя называется стоимостью замещения)